المركز القانونى لمدير الاستثمار

دراسة في الجوانب القانونية لإدارة صناديق الاستثمار في القانونين المصري والفرنسي

دكتور

عبد الرحمن السيد قرمان

قسم القانون التجاري والبحري

كلية الحقوق - جامعة المنوفية

الناشر

دار النهضة العربية

٣٢ ش عبد الخالق ثروت

القاهرة

بسم الله الرحمن الرحيم

إهداء

الي روح والدي

عشت معه في حياته

وتعيش روحه معي بعد وفاته.

اللهم وسع مدخله وأكرم نُزله

وأجعل الجنة مثواه .

مقدمة عامة

١ - اقتضت سياسة التحرر الاقتصادي التي تبنتها الدولة ، منذ عدة سنوات ، كأسلوب ومنهج لتحقيق الاصلاح الاقتصادى الشامل ، إصدار مجموعة من القوانين التي تواكب التغيرات الاقتصادية والاجتماعية ، وذلك بغرض تشجيع الاستثمار واصلاح النظام النقدى والمصرفى ، وقد إستتبع ذلك تحرير سعر الصرف وإعطاء البنوك حرية تحديد سعر العائد على الودائع واصدار قانون سرية الحسابات فى البنوك [١]، وتطوير القطاع العام بتحويله إلى قطاع اعمال عام [٢].

وقد هدفت الدولة من وراء كل ذلك إلى جذب وتشجيع المزيد من الاستثمار ودوران رؤس الأموال ، وقد إقتضى ذلك تطوير العمل ببورصات الأوراق المالية وتنشيط سوق المال فى مصر حتى تستعيد مكانتها بين أسواق المال العالمية ، حيث كانت البورصة المصرية فيما قبل الخمسينات فى أوج إزدهارها وكانت من حيث حجم معاملاتها تعد خامس بورصة على مستوى العالم [٣].

٢ - وتحقيقا لذلك صدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق

---

(١) القانون رقم ٢٠٥ لسنة ١٩٩٠ ، الجريدة الرسمية ، العدد ٣٩ مكررا الصادر فى ١٩٩٠/١٠/٢.

(٢) القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ، الجريدة الرسمية ، العدد ٢٤مكرر ، الصادر فى ١٩٩١/٦/١٩.

(٣) راجع تقرير لجنة الشئون الاقتصادية بمجلس الشعب عن مشروع قانون سوق رأس المال ، النشرة التشريعية الصادرة عن المكتب الفنى بمحكمة النقض ، العدد الرابع : أبريل ١٩٩٢، ص ١٠٩٩.

رأس المال [١] ولائحته التنفيذية [٢] اللذين اهتم المشرع فيهما بتنظيم سوق الأوراق المالية narché des valeurs mobilières ، سواء باعتباره سوقا ثالثا من أسواق التمويل ، إلى جوار سوق النقد marché monetaire وسوق رأس المال marche de capital أو باعتبارها الشق الثانى لسوق رأس المال ، الذى ينقسم إلى سوق الإقراض متوسط أو طويل الأجل marché à moyen et à long terme وإلى سوق الأوراق المالية ، حيث يهتم سوق رأس المال بموضوع التمويل طويل الأجل سواء إتخذ شكل العقود المباشرة بين المقرضين والمقترضين (وهذا هو سوق الاقراض متوسط وطويل الأجل) أو اتخذ شكل الاكتتاب فى صكوك مالية ، كالأسهم والسندات ، وكلاهما يتسم بطول الأجل أيضا ، حيث يرتبط السهم بطول عمر الشركة ، وإن تغير مالكه بالتداول من شخص إلى آخر ، أما السندات فهى تعتبر قرض طويل الأجل تصدر لعدة سنوات تحدد فى نشرة إصدارها [٣].

وقد اهتم المشرع بتنظيم سوق الأوراق المالية بشقيه [٤]، وهما :

---

(١) الجريدة الرسمية - العدد ٢٥ (مكرر) بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢ .

(٢) الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ ، المنشور بالوقائع المصرية ، العدد ٨١ (تابع) فى ١٩٩٣/٤/٨ .

(٣) راجع تفصيلا بشأن موقع بورصة الأوراق المالية داخل هيكل سوق التمويل ، د/ عبدالباسط وفا محمد حسن ، بورصجة الأوراق المالية ودورها فى تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية ١٩٩٦ ، ص ٢٠ ومابعدها .

(٤) راجع تفصيلا بشأن تقسيم سوق الأوراق المالية ، د. منير ابراهيم هندى ، ادارة المنشآت المالية ، منشأة المعارف الاسكندرية ١٩٩٤ ، ص ٤٨١ ومابعدها ، د/عبدالباسط وفا ، المرجع السابق ، ص ٢٣ ومابعدها ؛ د. منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ،١٩٩٤ ، ص ٢٢ . أ.د. عطية فياض ، سوق الأوراق المالية فى ميزان ==

الأول : ســوق الإصــدار : وهو السـوق الذى يهتم بانشـاء الأوراق المالية ، ويسمى أيضا بالسوق الأولية marché primaire ، وطرفي هذا السوق هما : **الطرف الأول** : المشروع الذى يصدر الورقة المالية ، سواء كانت سهم أو سند أو أى ورقة مالية أخرى ، وهو قد يكون شركة من شركات الأسهم (المساهمة أو التوصية بالأسهم) الخاصة أو العامة ، وقد يكون مُصدر الورقة المالية هى الدولة عندما تقوم بالاقتراض العام عن طريق إصدار السندات .

والطرف الثانى : هو المكتتب ، الذى قد يكون من الأفراد أو واحد أو أكثر من الشركات العاملة فى مجال ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية ، التي تقوم فيما بعد ببيعها فى بورصة الأوراق المالية . وقد وضع المشرع القواعد الخاصة بهذا السوق ضمن أحكام الباب الأول من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المتعلقة بإصدار الأوراق المالية بالإضافة إلى القواعد الواردة ضمن القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ (١).

أما السوق الثانى فهو سوق التداول وهو الذى يهتم بانتقال الأوراق المالية التى سبق إصدارها . ومكان هذه السوق هو بورصة الأوراق المالية ، وذلك بعكس السوق الأول الذى ليس له مكان معين . وقد تناول المشرع

== الفقه الاسلامي ، الطبعة الأولي ١٩٩٨ ، ص٤٥-٤٦ ، د/ محمد عثمان إسماعيل حميد ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات ، ١٩٩٣ ، ص ٤٤ ومابعدها.

(١) راجع المادة الأولى من مواد اصدار القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ التى تنص على أنه " يعمل بأحكام القانون المرافق فى شأن تنظيم سوق رأس المال . وتسرى أحكام قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة الصادر بالقانون ٥٩ لسنة ١٩٨١ فيما لم يرد به نص خاص فى هذا القانون "

المصرى القواعد العامة المنظمة لهذا السوق ضمن أحكام الباب الثانى من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص ببورصات الأوراق المالية .

ولكي يضمن المشرع نجاح هذا التنظيم التشريعى لسوق الأوراق المالية بشقيه اعاد تشكيل وتحديد اختصاصات الهيئة العامة لسوق المال[١] باعتبارها تتولى - فضلاً عن الاختصاصات المقررة لها فى أى تشريع آخر - تطبيق أحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والقرارات الصادرة تنفيذاً له (م ٤٣ من القانون سالف) .

٣ - وإذا كان التنظيم التشريعى لسوق الأوراق المالية والرقابة عليها، للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير شروب بالغش أو النصب ، أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية ، يعتبر أمراً مهما إلا أن نجاح سوق المال وفاعليته يرتبط بنمط المستثمرين فى البورصة ، حيث أن الاستثمار فى هذا المجال قد يتم من خلال طائفتين هما :

الأولى : **الأفراد :** الذين يقوم كل منهم بتكوين محفظة تتضمن عدد من الأوراق المالية . وهذه **المحافظ** الفردية يغلب عليها أحد طابعين [٢]، أو أحد أسلوبين في إدارة **المحفظة** : **الأول** : هو أسلوب المضاربة الذى يعتمد من خلاله صاحب **المحفظة** على تحقيق الربح عن طريق المضاربة على الأسعار، أى الفرق بين سعر شراء الأوراق المالية وسعر بيعها، بأن يشترى عندما يكون سعر الورقة منخفض ثم يبيع عندما يرتفع السعر دون الانتظار

---

(١) راجع الباب الرابع من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) راجع فى شأن دور محافظ الأفراد فى تنشيط سوق الأوراق المالية ، د. عبدالباسط وفا ، المرجع السابق ، ص ١٥٠ - ١٥١ .

إلى الحصول على ربح السهم أو فائدة السهم من الشركة المصدرة ، ويرتبط بهذا الأسلوب أسلوب آخر هو أسلوب الإدارة ذات المخاطر المرتفعة ، حيث يقوم صاحب المحفظة بشراء الأوراق المالية للشركات المتعثرة ، وبالتالى تكون منخفضة القيمة ولكنه يتوقع خروج الشركة من عثرتها وازدهار أوراقها فى السوق ، فإذا ماحدث ماتوقعه قام ببيعها وبالتالى يحقق ربح كبير من الفرق بين قيمة البيع وقيمة الشراء .

ورغم أن هذا الأسلوب في ادارة محفظة الأوراق المالية يؤدى إلي انتعاش السوق بما يحققه من سرعة تحريك وتدوير الأوراق المالية إلا أنه يتطلب صفات خاصة فيمن يقدم عليه نظراً للمخاطر التي تحيط به ، ومن ثم لا يتوقع أن يسلك هذا النمط من أنماط الإدارة سوى عدد قليل جدا من الأفراد ، الذين يحتاجون في كثير من الأحيان إلى الاستعانة بخبرة أشخاص آخرين متخصصين فى العمل في مجال الأوراق المالية وتحليل الميزانيات والبيانات التى تصدرها الشركات المقيدة أوراقها في البورصة . ولاشك أن تكلفة هذا الأسلوب فى الإدارة ستكون مرتفعة نظراً للأتعاب العالية التي يحصل عليها هؤلاء المتخصصون . وهذا مايدفع الأفراد إلى **الأسلوب الثانى** وهو الإدارة الجامدة لمحفظة الأوراق المالية ، وهنا لا يهدف صاحب المحفظة إلى المضاربة ، فى المقام الأول ، وإنما ينتقى الأوراق المالية الجيدة التي تضمن له عائد ثابت ومتزن من خلال الأرباح أو الفائدة التي تغلها الأوراق التي تتكون منها المحفظة . ورغم أن هذا النمط من أنماط الإدارة يحقق الأمان لصاحب المحفظة إلا أنه لايؤدى إلى تنشيط البورصة لأنه لا يعمل على تحريك وتدوير الأوراق المالية وبالتالى تجديد الدم في أوصال سوق المال.

٤ - ورغم أن المشرع حاول جاهدا من خلال القواعد التى تضمنها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ، جذب إستثمارات الأفراد إلى مجال الأوراق المالية ، وفتح البورصة كمجال جديد أمام جمهور المدخرين ، لكى يضمن وسيلة تمويل جديدة إلى جوار البنوك والمؤسسات المالية ، إلا أن محافظ الأفراد لم تستطع أن تساهم بدور فعال فى السوق المصرية ، لأن أغلبها من المحافظ التي تنتهج أسلوب الإدارة الجامدة ، إما لعدم رغبة صاحب المحفظة فى المخاطرة أو لعدم خبرته بطبيعة وآليات البورصة ، وإما لأن محافظ الأفراد غالبا ماتتكون من عدد قليل من الأوراق المالية بما لايسمح لها بتحقيق التنوع وتوزيع المخاطر الذى يجب أن يتم فى مجال الاستثمار في الأوراق المالية ولذا قد يكون **الشكل الثاني لمحافظ الأوراق المالية** هو الأكثر فاعلية فى تنشيط البورصة وهذا الشكل هو محافظ المؤسسات ، كالبنوك مثلا ، نظراً لزيادة قدرتها المالية على تنويع وتوزيع مخاطر محفظة أوراقها المالية مما يؤدى إلى تنشيط حركة التداول فى البورصة . وهذه المؤسسات بلاشك أكثر كفاءة من الأفراد ، نظراً لما يتوافر لديها من إمكانية علمية وخبرة عملية فى مجال تحليل البيانات المالية للشركات ، ولما تتمتع به من قدرة على التنبؤ بمستقبل الشركات على أسس مالية واقتصادية سليمة ، بعيدا عما يسود سوق الأوراق المالية من شائعات تعتمد على بيانات خاطئة أو غير دقيقة ، ومن هنا كان الاتجاه الحالي يميل نحو " مؤسسية الأسواق " أى زيادة نسبة ماتستحوز عليه المؤسسات المالية من الأوراق المالية المطروحة فى السوق [١].

---

(١) راجع بشأن دور محافظ المؤسسات المالية فى تنشيط سوق المال ، د. عبدالباسط وفا ، المرجع السابق ، ص ١٤٨ - ١٤٩ .

وبشأن مؤسسات الاستثمار الجماعى placement collectif فى الأوراق المالية فى فرنسا ، راجع: J. L. Rives - lange et M.contamine- Raynaud , Droit BAN-CAIRE ,6 ED ., DAlloz , 1995, N. 835, p. 768 et s.

ورغم الدور الهام الذى يمكن أن تقوم به البنوك فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية ، سواء كان ذلك لأموالها الخاصة أو مساعدة العملاء على استثمار أموالهم فى سوق الأوراق المالية [١]، إلا أن هذا الدور لم يصل إلى الدرجة المأمولة ، لأن البنوك تنهج فى إدارة محفظة أوراقها المالية أسلوب الإدارة الجامدة الذى يعتمد على سياسة دفاعية ضد المخاطر المالية للاستثمار ، وذلك بهدف تقليل خطر الخسارة فى قيمة الأصل عن طريق استثمار الجزء الأكبر من محفظتها فى الأوراق المالية من الدرجة الأولى ذات الجودة المرتفعة ، كالصكوك التي تصدرها الحكومة أو التي تصدر من مؤسسات أخرى ولكنها مضمونة من الحكومة [٢].

التنظيم التشريعى لصناديق الاستثمار

٥ - وأمام عجز الاستثمارات الفردية ، وعدم قدرة البنوك على تنشيط سوق الأوراق المالية ، فقد إستحدث المشرع المصرى فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ آليات جديدة تساعده على جذب الاستثمارات إلى مجال الأوراق المالية وبالتالى زيادة نشاط البورصة وازدهارها . وبذلك ظهرت فى مصر العديد من الخدمات اللازمة لتشجيع الاستثمار فى سوق المال عن طريق الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية [٣]كالتي تهتم بترويج وتغطية

---

(١) راجع تفصيلا ، د/ سعيد محمد سيف النصر حسانين ، دور البنوك التجارية فى استثمار أموال العملاء ، رسالة ، جامعة عين شمس ١٩٩٣ .

(٢) راجع د/ عبدالباسط وفا ، المرجع السابق ، ص ١٤٩ .

(٣) تنص المادة ٢٧ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه : " تسرى أحكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ، ويقصد بها الشركات التي تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية :

(أ) ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية .

(ب) الاشتراك فى تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو فى زيادة رؤوس أموالها .

(ج) رأس المال المخاطر ===

الاكتتاب فى الأوراق المالية وتكوين وادارة محافظ الأوراق المالية ، كما إهتم لأول مرة بانشاء صناديق الاستثمار كاحدى صور التوظيف الجماعى للاستثمار فى مجال الأوراق المالية عن طريق تكوين وادارة محافظ الأوراق المالية [(١)].

وعن طريق هذه الصناديق يكون المشرع قد وضع تحت تصرف المدخرين الذين يرغبون فى الاستثمار فى مجال الأوراق المالية - ولكنهم يترددون خشية عدم توافر الأموال الكافية أو بسبب نقص الخبرة والمعرفة التى تجنبهم خطر ضياع مدخراتهم - آلية قانونية تشجعهم على دخول هذا المجال ولو لم يكن لديهم أى معرفة بكيفية وطبيعة الاستثمار فيه . فالمستثمر يكفيه أن يكتتب بحصة واحدة في الصندوق لكى يضمن الاستفادة من السياسة الاستمارية كاملة ، التى تقوم على تنويع الاستثمارات وتوزيع المخاطر وهو أمر يصعب تحقيقه للمستثمرين أصحاب المحافظ الصغيرة والمتوسطة [(٢)] . وبذلك أوجد المشرع وعاء إدخارى جديد يستطيع الأفراد اللجوء إليه بدلا من الاقتصار على الودائع البنكية . ومما

== (د) المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية .

(هـ) تكوين وادارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار .

(و) السمسرة فى الأوراق المالية .

ويجوز للوزير بعد موافقة مجلس ادارة الهيئة إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية ".

وقد صدر قرار وزير الاقتصاد والتجارية الخارجية رقم ٨٩١ لسنة ١٩٩٥ باضافة نشاط إمساك سجلات الأوراق المالية إلى الأنشطة التي تتصل بمجال الأوراق المالية التى يمكن أن تباشرها الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية على أن يكون الحد الأدنى لرأس المال المصدر اللازم لمباشرة هذا النشاط ميلون جنيه نقدا لايقل المدفوع منه عن النصف .

(١) راجع الفصل الثانى من الباب الثالث من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المواد من ٣٥ إلى ٤١.

(٢)راجع فى أهمية صناديق الاستثمار د/ حسنى المصرى ، صناديق الاستثمار المشترك فى القانون الكويتى والقانون المقارن ، مطبوعات جامعة الكويت ١٩٩٥ ص ٣١ ومابعدها.

لاشك فيه أن من شأن ذلك تنشيط حركة البورصة [١]، والحياة الاقتصادية عموما بزيادة عدد المشروعات الانتاجية فى كافة المجالات ، لأن صناديق الاستثمار توفر وسيلة جديدة للتمويل إلى جوار البنوك والمؤسسات المالية الأخرى [٢].

٦ - وصناديق الاستثمار ، طبقا للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، إما أن تؤسسها شركة مساهمة برأسمال نقدى (م ٣٥) ، ولما كانت هذه الشركة ستباشر نشاطا متعلقا بالأوراق المالية ، فإنه يجب أن تستوفى الشروط الخاصة بالشركات العاملة فى هذا المجال طبقا لأحكام الفصل الأول من الباب الثالث من القانون سالف الذكر . وإما أن يقوم بتأسيس الصندوق أحد البنوك أو شركات التأمين [٣].

وبعد أن يتم تأسيس الصندوق يطرح علي المستثمرين الاكتتاب فى وثائق إستثمار يشاركون بموجبها فى نتائج استثمارات الصندوق .

وتتم الدعوة للاكتتاب بموجب نشرة اكتتاب تتضمن بيانات معينة وتوافق عليها الهيئة العامة لسوق المال ، ويتم الاكتتاب عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك من وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية [٤].

---

(١) أ.د/ سميحة القليوبى ، الشركات التجارية ، الجزء الثانى ، الطبعة الثالثة ١٩٩٣ ، دار النهضة العربية ، رقم ٤٦٣.

(٢) راجع حول الأهداف الرئيسية لصناديق الاستثمار فى مصر ، د/ منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، طبعة ١٩٩٤ ، ص ٤٧-٤٩ ، د/ عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامى طبعة ١٩٩٨ ، ص ١١٠ .

(٣) تنص المادة ٤١ على أنه " يجوز للبنوك وشركات التأمين بترخيص من الهيئة بعد موافقة البنك المركزى المصرى ، أو الهيئة المصرية العامة للرقابة على التأمين ، حسب الأحوال ، أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار ، وتنظيم اللائحة التنفيذية اجراءات الترخيص وأحكام وضوابط مباشرة ذلك النشاط وإشراف الهيئة عليه ".

(٤) راجع المواد ٣٧،٣٦ من القانون والمواد من ١٤٦-١٥٨من اللائحة التنفيذية للقانون.

وقد ألزم المشرع صندوق الاستثمار أن يحدد فى نظامه الأساس النسبة بين رأس ماله المدفوع وبين أموال المستثمرين بما لايجاوز ماتحدده اللائحة التنفيذية [(١)]، وهو عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع [(٢)] وعشرين مثل المبلغ الذى يخصص لمباشرة ذلك النشاط إذا كان الذى أنشأ الصندوق بنك أو شركة تأمين [(٣)].

ويرى الفقه أن قصد المشرع من تحديد هذه النسبة بين أموال شركة الصندوق وأموال المستثمرين - هو حماية الأخيرين ، وذلك حتى لا يبالغ الصندوق فى قبول أموال المستثمرين ويصل إلي حالة يعجز فيها عن إدارة هذه الأموال أو يوجهها إلى مجالات لا يرغب المشرع أن تدخلها هذه الصناديق ، مما يعيد التجربة المؤلمة لشركات توظيف الأموال [(٤)]. أو جعل هذه الصناديق وسيلة للسيطرة على الشركات التي تتكون محفظتها من الأسهم التي تصدرها ، بما يضر بسوق الأوراق المالية والحياة الاقتصادية عموما [(٥)].

ويستثمر الصندوق رأس ماله والأموال التي حصل عليها من المستثمرين أصحاب وثائق الاستثمار فى تكوين وادارة محفظة من الأوراق المالية طبقا لمبدأ تنويع وتوزيع مخاطر الاستثمار . ثم توزع الأرباح أو

---

(١) راجع المادة (٣٦) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (١٤٧) من اللائحة التنفيذية للقانون سالف الذكر .

(٣) المادة (١٧٥) من اللائحة التنفيذية للقانون سالف الذكر .

(٤) راجع د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، رقم ٤٦٥.

(٥) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٤٢ ، ص ٥٠٦.

الخسائر التي يحققها هذا الاستثمار بين الصندوق والمستثمرين بنسبة مشاركة كل منهم فى رأس المال المستثمر .

و لم يجعل المشرع لأصحاب وثائق الاستثمار حق التدخل فى إدارة صندوق الاستثمار ، رغم أنهم يشاركون فى نتائج استثماراته، سواء كانت ربحا أم خسارة . وهذا قد يمثل خطراً على مصالح هؤلاء الأشخاص ، حيث لم يضع المشرع تحت تصرفهم وسيلة معينة يمكنهم بموجبها الدفاع عن مصالحهم والاعتراض على التصرفات التي يقوم بها الصندوق فى إدارة الأموال التي تجمعت لديه [١]. ولإزالة هذه المخاطر وحتى يحمى المشرع مصالح أصحاب وثائق الاستثمار ، فقد أوجب على الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى احدى الجهات المتخصصة وفقا لما تحدده اللائحة التنفيذية [٢]، ويطبق على هذه الجهة إسم **مدير الاستثمار** . كما أوجب أن يحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أموالاً فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لاشراف البنك المركزى المصرى ، واشترط ألا يكون هذا البنك مالكا أو مساهما فى الشركة المالكة للصندوق أو الشركة التي تتولى إدارة نشاطه ، كما يلتزم الصندوق بأن يقدم إلى الهيئة العامة لسوق المال بيانا عن تلك الأوراق معتمدا من البنك على النموذج الذى يضعه مجلس ادارة الهيئة[٣].

---

(١) وذلك بخلاف السماح لهم تكوين جماعة تدافع عن مصالحهم طبقا للقواعد المقررة فى المادة ١٣ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمواد من ٧٠ الى ٨٤ من لائحته التنفيذية .

(٢) راجع المادة ٣٥ فقرة أخيرة والمواد من ١٦٣ الى ١٧١ والمادة ١٨٠ من اللائحة التنفيذية للقانون .

(٣) راجع المادة ٣٨ من القانون ، مع مراعاة أن المادة ١٨١ من اللائحة التنفيذية قد أجازت للبنك الذى يقوم بانشاء صندوق إستثمار أن يحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى البنك المنشأ به الصندوق أو أي من البنوك الخاصة لاشراف البنك المركزى المصرى .

هذا بالإضافة إلي أن المشرع [١]، قد اشترط أن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين فيه ، أو المتعاملين معه ، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة . ويهدف المشرع من ذلك إلى تجنب المجاملة أو التواطؤ بين مجلس ادارة الصندوق والمساهمين فى شركة الصندوق للإضرار بمصالح أصحاب وثائق الاستثمار فى الصندوق [٢]. وكذلك لمنع صناديق الاستثمار التي تنشأ فى مصر من ممارسة أعمال السيطرة على الشركات التي يتعامل الصندوق في أسهما ، لأن مجلس ادارة الصندوق فى الغالب هو الذى يستعمل الحقوق المقررة لهذه الأسهم فى تلك الشركات ، سواء فى جمعياتها العمومية أو فى تمثيل رأس المال فى مجلس ادارتها وذلك كما حدث فى الولايات المتحدة الأمريكية [٣].

---

(١) راجع المادة (٣٥) من القانون .

(٢) راجع د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، رقم ٤٦٦.

(٣) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٤٢ ، ص ٥٠٦.

موضوع البحث وأهميته

٧ - يدور هذا البحث حول المركز القانونى لمدير الاستثمار الذى أوجب المشرع أن يعهد إليه صندوق الاستثمار بادارة نشاطه فى مجال الأوراق المالية ، حيث سيقوم هذا المدير بوضع الاستراتيجية المناسبة لتنفيذ السياسة الاستثمارية لصندوق الاستثمار ، فيما يتعلق بتكوين وادارة محفظة الأوراق المالية طبقا لمبدأ تنويع وتوزيع المخاطر .

ولما كان مدير الاستثمار جهة متخصصة مستقلة عن الصندوق فإنه يكون من الضرورى البحث حول العلاقة القانونية التي تربط الصندوق بهذه الجهة التي تتولى إدارة نشاطه ، وذلك لتحديد حقوق والتزامات المدير وسلطاته فى إدارة نشاط الصندوق حتى نستطيع الوقوف على مسئوليته عن أخطاء الإدارة ، سواء فى مواجهة الصندوق أو أصحاب وثائق الاستثمار .

٨ - وتبدو أهمية البحث فى هذا الموضوع بالنظر إلي الدور الهام والحيوى الذى يقوم به مدير الاستثمار ، حيث يوكل إليه إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، رغم أنه لم يشارك فى رأس المال ، وبالتالى فهو العقل المفكر والمحرك الأساسى لمحفظة الأوراق المالية التي يملكها الصندوق .، وعلى ذلك يتوقف نجاح الصندوق على مدى نجاح هذا المدير [(١)]، ومدى التزامه بتنفيذ السياسة الاستثمارية التي حددها الصندوق فى نشرة الاكتتاب ، والتي ربط جمهور المدخرين بينها وبين الأنضمام الى الصندوق ، بما يعني أنه إذا انحرف المدير عن هذا الهدف أو اساء تنفيذ هذه السياسة الاستثمارية فان ذلك يؤدى إلى اهدار حقوق أصحاب وثائق الاستثمار وتعريض مصالحهم

(١) راجع فى أهمية دور مدير الاستثمار ، د/ منى قاسم ، المرجع السابق ، ص ٧٥-٧٦.

للخطر ، وهذا يوثر بلاشك علي الحياة الاقتصادية عموما ، نظرا للاضطرابات التي يحدثها فى سوق الادخار . وعلي ذلك يساهم هذا البحث فى وضع إطار قانونى لحماية مصالح المدخرين . وإذا كان البحث عن وسائل استثمار آمنة فى مجال الأوراق المالية هو هدف إجتهد المشرع فى الوصول إلي تحقيقه ، إلا أن الوصول إلى ذلك لا يتم من خلال الصياغة الشتريعية فقط ، وإنما يجب أن يوضع نظام ادارة لهذه الوسيلة يحقق أهدافها . وهذا مايعطى موضوع البحث حول المركزى القانونى لمدير الاستثمار أهمية خاصة ، لا سيما أن المشرع المصرى وضع فى الفقرة الأخيرة من المادة (٣٥) مبدأ إلزام الصندوق بأن يعهد بإدارة نشاطه إلى احدى الجهات المتخصصة ، ثم ترك للائحته التنفيذية مهمة تحديد أمور كثيرة تتعلق بمدير الاستثمار يحتاج كثيرا منها إلى البحث لتحديد القواعد القانونية التي تحكمها ، لاسيما وأن ادارة نشاط صندوق الاستثمار هو عمل حديث ذو طبيعة خاصة ، ورغم جدته إلا أنه لم يحظ من الناحية الفقهية بالاهتمام الذى يتناسب مع أهميته . ولاشك أن ذلك سيجعل مهمتنا غير سهلة ، إلا اننا نهتدى بالتراث الفقهى لأساتذتنا ، بالاضافة إلي القواعد المشابهة فى القانون الفرنسى[١] ، ونجتهد قدر الإمكان وعلى الله قصد السبيل ، لأنه من إجتهد وأصاب كان له أجران ، ومن أخطأ كان له أجر واحد كما قال الرسول الكريم سيدنا محمد(ﷺ) ونسأل الله ألا يحرمنا أجر المجتهدين .

---

(١) ينظم صناديق الاستثمار فى فرنسا القانون رقم ٥٩٤ لسنة ١٩٧٩ اصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩.

خطة البحث :

٩ - تدور خطة البحث فى هذا الموضوع حول مدير الاستثمار من حيث علاقته بصندوق الاستثمار ، أى النظر إليه وهو فى حالة سكون أولاً ، ثم ننظر إليه وهو فى حالة نشاط فنتناول حقوقه والتزاماته وسلطاته فى إدارة نشاط الصندوق ، وأخيراً نحدد مسئوليته تجاه الصندوق وأصحاب وثائق الاستثمار ، وإنتهاء مهمة هذا المدير سواء كانت نهاية اختيارية أو اجبارية .

وعلى ذلك نقسم هذا البحث إلى ثلاثة فصول على النحو التالى :

الفصل الأول

العلاقة القانونية بين الصندوق ومدير الاستثمار

الفصل الثانى

حقوق والتزامات مدير الاستثمار

الفصل الثالث

مسئولية مدير الاستثمار وانتهاء عمله

الفصل الأول

العلاقة القانونية

بين شركة الصندوق ومدير الاستثمار

تمهيد وتقسيم :

١٠ - أوجب المشرع [١]على صندوق الاستثمار أن يعهد بإدارة نشاطه كله إلي جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار ، ويطلق علي هذه الجهة إسم (**مدير الاستثمار**) . ورغم أن المشرع قد اشترط على الصندوق أن يوكل إدارة نشاطه إلى جهة أخرى ، أي لا تعتبر أحد أجهزة الصندوق ولا عضو فيه ، بعكس الحال في شركة المساهمة مثلا التي يتم ادارتها عن طريق أحد أجهزتها وهو مجلس الإدارة ، إلا أن المشرع لم يشأ أن يجعل مصدر العلاقة بين الصندوق ومدير الاستثمار هو القانون ذاته ، وإنما تنشأ هذه العلاقة بموجب عقد إدارة يبرم بين صندوق الاستثمار ومدير الاستثمار . وقد تناولت اللائحة التنفيذية للقانون بعض الأحكام الخاصة بهذا العقد ومن هنا يثور التساؤل عن النظام القانوني الذى يخضع له هذا العقد ، فيما لم يرد به نص في هذه اللائحة ، هل يعتبر العقد من العقود المسماة أم أنه عقد غير مسمى ؟ .

ولم يترك المشرع الحرية لصندوق الاستثمار في إختيار أى جهة لكي تتولى إدارة نشاطه ، وإنما إشترط شروطا معينة في هذه الجهة حتى تكون مؤهلة لممارسة نشاط على درجة كبيرة من الأهمية من هذا النوع .

---

(١) راجع المادة (٣٥) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ١٦٦ و ١٦٧ من اللائحة التنفيذية لهذا القانون .

وعلى ذلك نقسم هذا الفصل إلى مبحثين ، نتناول فى الأول القواعد المتعلقة بتكوين عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، ثم نخصص المبحث الثانى للشروط الواجب توافرها فى مدير الاستثمار .

المبحث الأول

القواعد الخاصة بتكوين عقد إدارة نشاط الصندوق

تمهيد :

١١ - ينظم العلاقة بين صندوق الاستثمار ومدير الاستثمار " عقد إدارة " يتضمن التزام الأخير بتكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية التي يملكها الصندوق .

ولما كان المشرع لم ينظم عقدا مسما باسم " عقد الإدارة " ضمن العقود المسماة فإننا نتناول أولا طبيعة عقد الإدارة هذا ، لنضعه تحت أحد العقود المسماه الأقرب لموضوعه وذلك لكي تنطبق عليه أحكام هذا العقد فى حالة عدم وجود نص أو اتفاق ، ثم نتناول بعد ذلك القواعد الخاصة التي تضمنتها اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن هذا العقد .

أولا : طبيعة عقد الإدارة

١٢ - لما كان الهدف من إنشاء صندوق الاستثمار هو استثمار المدخرات فى الأوراق المالية ، بشراء الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى ، سواء بالاكتتاب فيها عند إصدارها من الشركات والهيئات المرخص

لها بذلك (أي فى سوق الاصدار) أو فى البورصة ، وهذا الاستثمار يقتضى ألا يظل الصندوق محتفظا بملكية هذه الأوراق دائما ولكن يجب تدويرها ، أي ينبغى أن تظل فى حالة حركة بين البيع والشراء تبعاً لظروف السوق وسياسة الصندوق التي تحقق له الربح .

ولما كان الصندوق يعهد بإدارة نشاطه إلى مدير الاستثمار بموجب عقد الإدارة ، الذى يقتضى قيام المدير بتكوين وادارة محفظة الأوراق المالية لحساب الصندوق ، ولاشك فى أن هذا يعتبر من الأعمال القانونية ، لأن المدير يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية التي يملكها الصندوق ، ومن ثم يعتبر عقد ادارة نشاط صندوق الاستثمار هو عقد وكالة ، على أساس أن مايميز عقد الوكالة عن سائر العقود الأخرى هو أن محله قيام الوكيل بتصرف قانونى لحساب الموكل ، ولو كان قيامه بهذه التصرفات يقتضى أداء بعض الأعمال المادية (١) .

ويتمتع مدير الاستثمار باستقلال تام فى قيامه بالأعمال الموكلة إليه ، بشرط مراعاة النصوص القانونية والاتفاقية التي تنظم هذا العمل ، ومن ثم لايمكن إعتبار مدير الاستثمار مرتبط بعلاقة عمل مع صندوق الاستثمار.

ومدير الاستثمار يعمل كوكيل عن صندوق الاستثمار وليس عن المستثمرين أصحاب وثائق الاستثمار الذين ليس لهم حق الاشتراك فى الإدارة أو اختيار مدير الاستثمار ، وإنما يقتصر دورهم على قبول نشرة الاكتتاب بما فيها مدير الاستثمار والانضمام إلى استثمارات الصندوق أو رفض ذلك إذا لم يوافقوا المدير.

(١) د/ عبدالرزاق أحمد السنهورى ، الوسيط ، الجزء السابع ، المجلد الأول ، طبعة ١٩٨٩ تنقيح المستشار مصطفى محمد الفقى ، رقم ٢٠٩.

ويخضع عقد الإدارة الذى ينظم علاقة الصندوق بمدير الاستثمار للقواعد العامة لعقد الوكالة [١]، وذلك فيما لم يرد بشأنه نص خاص . وعلى ذلك يجب لصحة هذا العقد أن تتوافر له الأركان والشروط المقررة لعقد الوكالة . وإذا كان ذلك لا يثير صعوبات فإننا نتناول فيما يلى القواعد الخاصة بعقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار كما جاءت فى اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

ثانيا : كتابة العقد

١٣ - إشترط المشرع [٢] أن يبرم صندوق الاستثمار مع الجهة المتخصصة التي يوكل إليها إدارةتنشاطه كله (مدير الاستثمار) عقد إدارة. كما أوجب [٣]أن يتضمن هذا العقد بيانات معينة هى :

١ - حقوق والتزامات طرفى العقد .

٢ - مقابل الإد ارة الذى يتقاضاه مدير الاستثمار .

٣ - حالات وإجراءات إسترداد قيمة الوثيقة إذا تضمنت نشرة الاكتتاب جواز الاسترداد .

٤ - تحديد من يمثل الصندوق فى مجالس الإدارة والجمعيات العامة للشركات التي يستثمر الصندوق أمواله فى شراء بعض أسهمها .

٥ - حالات إنهاء وفسخ العقد .

---

(١) راجع المواد من ٦٩٩ إلى ٧١٧ من القانون المدنى .

(٢)المادة ١٦٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٣) المادة ١٦٧ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

٦ - بيان علاقة مدير الاستثمار بالبنك الذى يحتفظ لديه بالأووراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها وذلك فيما يتعلق بتلك الأوراق .

٧ - الحالات والحدود التي يسمح لمدير الاستثمار الاقتراض فيها من الغير لحساب الصندوق ، وذلك بمراعاة الحد المنصوص عليه فى المادة (١٤٤) ، التي لا تسمح للصندوق بالاقتراض من الغير بما يجاوز ١٠٪ من قيمة وثائق الاستثمار القائمة ، وبشرط أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذى يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق .

واشترط المشرع كتابة عقد الإدارة وتحديد البيانات التي يجب أن يتضمنها هذا العقد يثير التساؤل حول مدى ضرورة الكتابة ، هل تعتبر ركنا من أركان العقد ؟ أم أنها شرط لاثباته ؟ وماهى طبيعة البيانات التى حددها المشرع هل وردت على سبيل الحصر أم المثال ؟ وماهو الجزاء القانونى المقرر فى حالة تخلف الكتابة أو نقص أحد هذه البيانات من عقد الإدارة ؟

ضرورة كتابة العقد

١٤ - عقد الوكالة فى الأصل من العقود الرضائية أى التي تنعقد بمجرد تبادل الايجاب والقبول بين طرفيه إذا توافر فى كل منهما الأهلية القانونية اللازمة ، طالما كان للعقد سبب مشروع وقد ورد علي محل ممكن ومشروع أيضا . ولم يشترط المشرع في عقد الوكالة شكلا معينا إلا إذا كان التصرف القانو نى محل الوكالة هو تصرف شكلى [١]، حيث يوجب المشرع (م ٧٠٠ مدنى) أن يتوافر فى الوكالة الشكل الواجب توافره فى العمل

(١) راجع : السنهورى ، الوسيط ، جـ ٧ ، م١ ، رقم ٢٢٣.

القانونى الذى يكون محل الوكالة ، مالم يوجد نص يقضى بغير ذلك ، أى مالم يوجد نص يشترط فى الوكالة شكل معين ، وعلى ذلك إذا وجد نص يقضى بأن يكون التوكيل فى شكل معين ، فإنه يجب علي الطرفين إفراغه فى هذا الشكل ، دون النظر إلى ما إذا كان التصرف القانونى محل الوكالة شكليا أو غير شكلى ، ودون نظر إلى ماهية الشكل المطلوب لهذا التصرف(١).

ولما كان عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار هو عقد وكالة فى عمل قانونى (تكوين وإدارة محفظة أوراق مالية) لم يشترط المشرع لابرامه شكلاً معينا ، فقد كان من المنطقى ألا تُشترط الكتابة فى عقد الادارة ويظل حسب الأصل عقد رضائى . ولكن نظراً لاشتراط المشرع (٢) أن يبرم صندوق الاستثمار مع مدير الاستثمار عقد ادارة وأوجب أن يتضمن هذا العقد بيانات معينة فإن الكتابة تعتبر شكلاً يجب أن يفرغ فيه العقد ، وإلا كان باطلا .

ولم يحدد المشرع نوع الكتابة التي يجب أن يتم فيها عقد ادارة نشاط صندوق الاستثمار ، ومن ثم يجوز أن تكون كتابة فى ورقة عرفية أو رسمية.

وتأتى أهمية كتابة هذا العقد باعتبارها وسيلة لازمة وضرورية لحصول صندوق الاستثمار على الترخيص اللازم لممارسة نشاطه فى مجال الأوراق المالية ، حيث يشترط المشرع (٣). أن يتضمن طلب الترخيص الذى يتقدم به الصندوق إلى الهيئة العامة لسوق المال اسم مدير الاستثمار وخبراته

---

(١) راجع السنهورى الوسيط جـ ٧ ، م ١ ، ص ٥١٢ .
(٢) راجع المادتين ١٦٦ و١٦٧ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .
(٣) راجع المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

وصورة من العقد المبرم بينه وبين الصندوق . وهذا يعنى أنه إذا لم يوجد العقد مكتوبا فإن الصندوق لن يستطيع الحصول على الترخيص .

هذا بالإضافة إلى أن العقد المكتوب يحمى مصالح طرفيه ، وخاصة فى هذا النوع من النشاط الذى يقتضى صياغة دقيقة لحقوق والتزامات طرفيه بما لايدع مجالاً للخلاف فيما بعد ، فضلاً عن أن كتابة هذا العقد تحمى أيضاً مصلحة المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار فى الصندوق ، لأن الكتابة هى التي تسمح للهيئة العامة لسوق المال بأن تفرض رقابتها على العقد لتتحقق من اتفاقه مع أحكام القانون والقرارات الصادرة لتنفيذه .

وعلى ذلك فإن عدم كتابة عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار تودى إلى بطلان العقد بطلاناً مطلقاً تصل به إلى درجة الانعدام الذى يحول دون حصول الصندوق على الترخيص المطلوب لممارسة نشاطه ، وبالتالى عدم الوجود القانونى .

١٥ - ومن الجدير بالذكر أن المشرع الفرنسى [(١)]. يشترط وجود عقد متكوب un contrat écrit فى جميع الحالات التى يمنح فيها العميل إلى إحدى شركات البورصة sociétés de boures سلطة إدارة محفظة أوراقه المالية gérer son porteffeuille وذلك بقصد حماية مصلحة العميل [(٢)]. ويرى الفقه أن الجزاء المقرر فى حالة عدم كتابة العقد

---

(١)راجع المادة ٢٠ من القانون رقم ٧٠ لسنة ١٩٨٨ الصادر فى ٢٢ يناير ١٩٨٨.

(٢) راجع :

H. Causse et C. MENDEL , societes de boures , responsabilite , juris - classeurs commercial , fasc . 326 , N. 15 .

M . STORCK , contrat de gestion de porteffeuille , Juris - classeurs , Banqu et credit , Fasc . 2210 , N. 25 .

هو البطلان la nullité ، على أساس أن الكتابة تعتبر شرط إنعقاد une condition de forme وليست وسيلة للاثبات un moyen de preuve. ومع ذلك فقد إختلاف الفقه [١] ، حول ما إذا كان البطلان فى هذه الحالة بطلان مطلق nullité absolue أو بطلان نسبى nullité reative ، ولكن الراجح أن البطلان النسبى هو الذى يتناسب مع الغاية من الكتابة التي يقررها القانون الصادر فى ٢٠ يناير ١٩٨٨ حيث يهدف إلى حماية مصلحة العميل الذى يعتبر الطرف الضعيف faible نظراً لأنه يتعاقد مع شخص محترف professionnel فى حين أنه تنقصه الخبره فى هذا المجال . ويمكن تشبيه مركز العميل المدخر epargnant بمركز المستهلك consommateur.

أما بالنسبة لمدير صندوق الاستثمار فى القانون الفرنسى [٢] فهو الذى يقوم بتأسيس صندوق الاستثمار بالاتفاق مع البنك أو المؤسسة المالية

---

(١) راجع : إرفيه كوس وسيدرك مندل ، المرجع السابق ، رقم ٢١.

(٢) ينظم صناديق الاستثمار فى فرنسا للقانون رقم ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ .
ومن الجدير بالذكر أن هذا القانون ينظم عدة أنواع من صناديق الاستثمار المشترك ، حيث يخصص الباب الأول للقواعد العامة dispositions generales لصناديق الاستثمار ، وطبقا لهذه القواعد يتم تأسيس الغالبية العظمى من صناديق الاستثمار فى فرنسا ، أما الباب الثاني فيتضمن القواعد المتعلقة بصناديق الاستثمار ذات الأهداف الخاصة ، وهى: صناديق الاستثمار التي يتم تأسيسها طبقا لقانون مشاركة العاملين فى نتائج توسيع المشروعات وخطط الادخار فى المشروع fonds communs constitues en application de la legislation sur la participation des salaries aux fruits de l'expansion des entreprises et les plansd'epargne d'entrprise وصناديق الاستثمار المشترك ذات المخاطر fonds communs de placement a'risques التي أضيفت بالقانون رقم (١) لسنة ١٩٨٣ الصادر فى ٣ يناير ١٩٨٣ ، وصناديق الاستثمار المشترك التي تقوم بإدارة الأموال التي تحصلها ==

التي تودع لديها الأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق ، حيث يقوم المدير le gerant والمودع لديه le dépositaire بوضع النظام الأساسى للصندوق ثم يعرضاه على لجنة عمليات البورصة للموافقة عليه وإقراره ، ثم يبدأ اكتتاب المدخرين فى الحصص les parts التى يصدرها الصندوق . وعلى ذلك يختلف مركز مدير الصندوق فى القانون الفرنسى عن مركز مدير الاستثمار فى القانون المصرى ، حيث يستمد الأول مركزه من نصوص القانون وليس بمقتضى عقد إدارة كما هو الشأن فى القانون المصرى.

ويبدو السبب فى هذا الاختلاف أن المشرع الفرنسى يعتبر صندوق الاستثمار نوع خاص من الشيوع une copropriété فى ملكية الأوراق المالية valeurs mobilières وليس له شخصية إعتبارية personnalité morale.(١)

== العاملين utilises pour la gestion des sommes recueillies par les fonds salariaux التى أضيفت بالقانون ٥٧٨ الصادر فى ٩ يوليو ١٩٨٤ ، بالاضافة إلى صناديق الاستثمار التي تقوم بإدارة بعض أسهم شركات المساهمة ذات رأس المال المتغير charges de gerer certaines actions de societes anonymes a capital variable، وصناديق الاستثمار المشترك التي تؤسس طبقا للقانون رقم ٨٢٤ الصادر فى ٢٤ أكتوبر ١٩٨٠ لاستثمار الأسهم المخصصة للعاملين فى المشروعات الصناعية والتجارية fonds communs de placement crees dans le cadre de la loi no 80 - 824 du 24 octobre 1980 instituant une distribution d'actions en faveur des salaries des entreprises industrielles et commerciales.

(١) راجع فى صناديق الاستثمار في القانون الفرنسى:

yves CHARTIER , les nouveaux fonds communs de placement . J. C . P. , 1980, ed . G. I Doct ., No 3001.

==

ولذلك لا يثار فى القانون الفرنسى موضوع وجود أو كتابة عقد إدارة صندوق الاستثمار المشترك fonds communs de placement ، وإنما الذى يوجد ويكتب هو النظام le réglement الأساس للصندوق ، باعتبار أنه هو الذى ينظم علاقة المدير بالمودع لديه وعلاقتهما بالمدخرين أصحاب الحصص les porteurs de parts فى الصندوق .

البيانات التي يجب أن يتضمنها العقد

١٦ - يتضح من نص المادة ١٦٧ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أن البيانات التي حددتها وأوجبت أن يتضمنها عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار هى بيانات وردت على سبيل المثال وليس الحصر ، لأنها تنص على أنه " يجب أن يتضمن عقد إدارة الصندوق بصفة خاصة البيانات الآتية ... " وهذا يعنى أن البيانات المذكورة تمثل الحد الأدنى لما يجب أن يتضمنه عقد إدارة الصندوق من بيانات تساعد الهيئة العامة لسوق المال فى بسط رقابتها على العقد لضمان تحديد العلاقة بين طرفيه بصورة تضمن حماية مصالح جمهور المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار . وهذا يسمح لطرفى العقد أن يُضمناه بيانات وشروط أخرى تتعلق بنشاط الصندوق وعلاقة كل منهما بالآخر أو شروطا إضافية تتصل بأصحاب وثائق الاستثمار وعلاقتهم بمدير الاستثمار .

==
Alain VIANDIER , les nouveaux fonds communs de placement (loi no 79-594 du 13 juillet 1979) Rev. soc . 1980 , p. 241 et s.
Pierre BEZARD, fonds communs de placement , Encyc . Dalloz , Vol. III .

١٧ - ومن هنا يثور التساؤل عن الجزاء المقرر فى حالة تخلف أحد البيانات التي حددتها المادة ١٦٧ سالفة الذكر ، هل يؤدى ذلك إلي بطلان العقد ؟ أم أن تحديد هذه البيانات جاء على سبيل التوجيه والارشاد لطرفى العقد ، وبالتالى لا يؤدى تخلف أى منها إلى بطلان العقد المبرم بين الصندوق ومدير الاستثمار ؟ وللاجابة على هذه التساؤلات نذهب إلى الرأى الأخير الذى يقرر صحة العقد رغم تخلف أحد هذه البيانات وعدم بطلانه ، لا بطلانا مطلقا ولا بطلانا نسبيا ، لأن هذه البيانات وردت علي سبيل المثال والغرض من ذكرها هو غرض تنظيمى لإرشاد أصحاب الشأن لما ينبغى أن يتضمنه عقد إدارة الصندوق .

هذا بالإضافة إلى أن المشرع لم ينص على البطلان صراحة أو ضمنا كجزاء لنقص أحد هذه البيانات بل أنه لم يشر فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ إلى مايدل علي أن هناك نموذج لعقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار أو بيانات معينة يجب الالتزام بها عند تحرير هذا العقد ثم ترك أمر وضع هذا النموذج أو تحديد هذه البيانات للائحة التنفيذية للقانون ، وذلك على نحو مافعل المشرع فى المادة ٩ من القانون ٥٩ لسنة ١٩٨١ عندما أوجب أن يتم تحرير العقد الابتدائى لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة طبقا للنموذج الذى يصدر به قرار من الوزير المختص [١].

---

(١) تنص المادة ٩ المشار إليها على أنه " يكون العقد الابتدائى الذى يبرمه المؤسسون طبقا للنموذج الذى يصدره الوزير المختص بقراز منه .
ولايجوز أن يتضمن العقد أية شروط تعفى المؤسسون أو بعضهم من المسئولية الناجمة عن تأسيس الشركة أو أية شروط أخرى ينص على سريانها علي الشركة بعد انشائها مالم تدرج فى عقد التأسيس أو النظام الأساسى ".

وبذلك تكون اللائحة التنفيذية قد توسعت كثيرا وتدخلت باضافة قواعد موضوعية جديدة هي أصلا من اختصاص التشريع ، ومشروعية هذا المسلك محل شك لدى جانب كبير من الفقه ، الذى ينكر على اللائحة التنفيذية سلطة اضافة حكم جديد إلى القانون الذى صدرت لتنفيذ أحكامه ، على أساس أن إضافة الحكم الجديد يعتبر نوع من التعديل الذي لا تملكه اللائحة طبقا لنص المادة ١٤٤ من الدستور التي خولت لرئيس الجمهورية سلطة إصدار اللوائح اللازمة لتنفيذ القوانين " بما ليس فيه تعديل إو تعطيل لها أو إعفاء من تنفيذها " (١).

ومع ذلك يعتبر تخلف أحد هذه البيانات بمثابة عقبة فى سبيل الحصول على إقرار الهيئة العامة لسوق المال لعقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار كما تقضى بذلك المادة ١٦٦ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر ، لأنها ستعتبر ذلك نقصا يخالف أحكام اللائحة ، ويجب على الصندوق تكملته حتى يتفق موقفه معها ويحصل على الترخيص المطلوب لممارسة نشاطه .

١٨ - كان الحديث فيما سبق عن الجزاء المدنى الذى يمكن أن يصيب عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار نتيجة تخلف أحد البيانات المنصوص عليها فى المادة ١٦٧ من اللائحة التنفيذية السالفة الذكر ، ومع ذلك يثور التساؤل عن أثر نص المشرع فى المادة ٦٧ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه :" مع عدم الاخلال بأية عقوبة أشد ، منصوص عليها في أى قانون

(١) راجع د/ سمير عبد السيد تناغو ، النظرية العامة للقانون ، طبعة ١٩٧٤، منشأة المعارف بالأسكندرية ، ص ٣٣٤ ، د/ رمضان أبو السعود ، الوسيط فى شرح مقدمة القانون المدنى ، الطبعة الثانية ١٩٨١ ، بدون ناشر ، ص ٣٤٧ - ٣٤٨ .

آخر يعاقب بغرامة لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه كل من يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها فى اللائحة التنفيذية لهذا القانون".

فهل هذا النص يعني إعتبار جميع القواعد الواردة فى اللائحة التنفيذية من القواعد الآمرة التي لايجوز مخالفتها ؟ وبالتالى يعتبر العقد الذى لا يتضمن جميع البيانات التي حددتها المادة ١٦٧ منها ، عقدا باطلا بطلانا مطلقا ، لأنه يخالف قاعدة آمرة متعلقة بالنظام العام ، أم أن أثر هذا النص يقتصر على مخالفة الأحكام المتصلة بتنظيم أداء سوق المال والرقابة عليه وضمان الشفافية وصحة ووضوح وسلامة البيانات التي توجب اللائحة نشرها أو إبلاغها إلى جهة معينة أو إلى أفراد محددين ؟

فى الواقع تبدو وجهة النظر الأخيرة هى الأقرب إلى المنطق القانونى ، ومن ثم فهى أولى بالقبول والتأييد . مع إعتبار مسلك المشرع فى هذا الشأن مسلكا معيبا من ناحية السياسة التشريعية فى المجال الجنائى لأنه يطلق نص التجريم دون أن يحدد الأفعال أو التصرفات محل التجريم ، وهو يضع العقوبة ثم يترك للائحة مهمة تحديد المخالفات التي تستوجب العقاب ، مع العلم بأن اللائحة تصدر عن السلطة التنفيذية وهى أدنى درجة من التشريع وهذا قد يشكك فى مشروعية التجريم والعقاب فى هذه الحالة .

١٩ - ومن الجدير بالذكر أن موضوع البيانات التى تفرضها اللوائح فى عقود إدارة محافظ الأوراق المالية يثير تساؤلات فى الفقه الفرنسى [(١)] أيضا. حيث أن المادة ٢٠ من القانون رقم ٧٠ لسنة ١٩٨٨ الصادر فى ٢٢

---

(١) راجع : إرفيه كوس وسيدريك دنيال ، المرجع السابق ، رقمى ١٦ ، ٢٢.

يناير ١٩٨٨ ، التي أوجبت كتابة عقد إدارة محفظة الأوراق المالية ، لم تحدد البيانات Les Mentions التي يجب أن يتضمنها هذا العقد . ومع ذلك قامت المادة ٢ - ٣ - ٥ - من اللائحة العامة réglement général الصادرة عن مجلس بورصات الأوراق المالية le conseil des bourses de valeurs بتكملة supplée هذا النقص فأوجبت أن يتضمن العقد بيانات معينة هي : تحديد طبيعة العمليات التي يفوض العميل شركة البورصة فى القيام بها ، الشروط التي يتم بموجبها ادارة الحساب ، ومقابل الإدارة المتفق عليه بين الطرفين ، وإذا تعلق الأمر بالسماح للمدير بالتعامل فى أي سوق من الأسواق الآجله أو الشرطية Les marchés conditionneles فإنه يجب أن يوضح العقد الأخطار Les risques الخاصة بهذا السوق .

ورغم إعتراف الفقه الفرنسى بأهمية هذه البيانات كوسيلة لاعلام العميل بموضوع ونطاق عقد إدارة محفظة الأوراق المالية الذى ينصب عليه رضاه ، إلا أنه أثار التساؤل والشكوك حول مشروعية هذه النصوص التي تحدد البيانات دون تفويض بنص فى القانون ، وذلك على أساس أن المادة ٣٤ من دستور ٤ أكتوبر ١٩٥٨ تخول القانون سلطة وضع المبادئ الأساسية لنظام الملكية والحقوق العينية والالتزامات المدنية والتجارية . وقد كانت المادة ٦ من القانون رقم ٧٠ لسنة ١٩٨٨ قد خولت مجلس بورصات الأوراق المالية سلطة وضع اللائحة التنظيمية للقانون وحددت له موضوعات معينة يتولى تنظيمها فى هذه اللائحة : هى : القواعد المتعلقة بالترخيص لشركات البورصة وسحب هذا الترخيص أو وقفه طبقا للمادة الرابعة من القانون ، القواعد الضرورية للرقابة على نشاط شركات البورصة ، القواعد المتعلقة

بنشاط السوق وتعليق أو وقف الأسعار suspension des cotatios، والشروط اللازمة لمنح الإذن المهنى Le carte professionnelle للأشخاص الذين يعملون باستقلال أو لحساب شركات البورصة أو المؤسسات المالية المتخصصة ، فضلاً عن الأشخاص الطبيعيين personnes physiques أو شركات البورصة التي تقوم بالتصرف لحسابهم ، وأخيراً خولها سلطة وضع الشروط اللازمة للإنشاء بالإضافة للشروط والحدود التي يمكن لصناديق الضمان fonds de garantie أن تتدخل من خلالها لمصلحة العملاء فى سوق الأوراق المالية .

وقد ذهب الفقه الى أنه لايمكن إعتبار تحديد بيانات عقد إدارة محفظة الأوراق المالية من القواعد المتعلقة بالترخيص لشركات البورصة ولا القواعد المتعلقة بالرقابة على نشاطها ، ولكن يمكن بالتفسير الموسع interprétation très extensive إعتبارها من القواعد المتعلقة بنشاط وعمل السوق ، ومع ذلك لا يسلم الفقه بهذا التفسير الموسع لأن فكرة نشاط وعمل السوق تشير إلى هياكل السوق les structures du marche، وليس إلى العمليات الفردية les opérations individualisees . وعلى ذلك يستنتج الفقه أن نص اللائحة سالفة الذكر يعتبر غير قانونى وأن المطالبة بتطبيقه يمكن أن يصطدم بالدفع بعدم المشروعية une exception d'illégalite وبالتالى يختص القضاء الإدارى بتقدير مشروعية هذا النص من اللائحة [١]. ولذلك فإن الفقه لا يقرر بطلان العقد الذى لا يتضمن واحد أو أكثر من هذه البيانات نظراً للشك فى

---

(١) راجع إرفه كوس وسيدرك دنيال ، المرجع السابق ، رقم ١٦ ، وفى عكس هذا الرأى راجع ، ميشيل ستورك ، المرجع السابق ، رقم ٣١ ومابعدها .

عدم مشروعية النص الذى فرضها . كما لايجوز للقاضى أن يقرر بطلان العقد من تلقاء نفسه لعدم مراعاة البيانات التى فرضتها اللائحة العامة الصادرة عن مجلس بورصات الأوراق المالية ، لأن البطلان يعتبر أداة السياسة التشريعية un instrument de politique législative ولا تعتبر مجرد المخالفة التي تلحق بالعقد سببا كافيا للقضاء ببطلانه [١].

ثالثاً : الرقابة على العقد :

٢٠ - نظراً لأهمية عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، سواء فى العلاقة بين طرفيه ، وهما شركة الصندوق ومدير الاستثمار ، أو بالنسبة للمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار التي أصدرها الصندوق ، فقد خولت اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للهيئة العامة لسوق المال سلطة الرقابة على هذا العقد ، باعتبارها الجهة التي تتولى الإشراف والرقابة على تنفيذ أحكام القانون سالف الذكر والقرارات الصادرة تنفيذاً له[٢].

---

(١) إرفيه كوس وسيدرك دنيال ، المرجع السابق ، رقم ٢١ .

(٢) راجع المادة (٤٣) التي تنص على أنه " تتولى الهيئة - فضلاً عن الاختصاصات المقرر لها فى أى تشريع آخر - تطبيق أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له ، ولها إبرام التصرفات واتخاذ الاجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص :

١ - تنظيم وتنمية سوق رأس المال ، ويجب أخذ رأى الهيئة فى مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال .

٢ - تنظيم أو الإشراف على دورات تدريبية للعاملين فى سوق رأس المال أو الراغبيين فى العمل به .

٣ - الإشراف علي توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها .

٤ - مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة ، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب ، أو الاحتيال ، أو الاستغلال ، أو المضاربات الوهمية .

٥ - إتخاذ مايلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له ".

وتفرض الهيئة رقابتها على العقد منذ الترخيص للصندوق ببداية نشاطه وكذلك فى أثناء حياته إذا تم استبدال المدير أو تعديل العقد الذى يربطه بشركة الصندوق . ولذلك ألزمت اللائحة التنفيذية (م ١٤١) الصندوق أن يقدم -- ضمن الأوراق اللازمة للحصول على الترخيص المطلوب - صورة من العقد بينه وبين مدير الاستثمار .

وفى جميع الأحوال الأخرى أوجب المشرع (م ١٦٦ من اللائحة) على الصندوق إخطار الهيئة بصورة من هذا العقد قبل تنفيذه ، لكى تفرض الهيئة رقابتها عليه وتتأكد من إتفاق أحكامه مع القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له . وتلتزم الهيئة بابلاغ الصندوق برأيها فى العقد خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ اخطارها بصورة من العقد ، وهذه المدة ميعاد تنظيمى لا يترتب على مخالفته أى جزاء قانونى . وإذا تأخرت الهيئة عن هذا الميعاد يجوز لشركة الصندوق أن تطلب منها سرعة إبداء الرأى فى العقد وإلا يعتبر موقفها بمثابة قرار سلبى يجوز التظلم منه أمام لجنة التظلمات المشكلة طبقا للمادة (٥٠) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، ويكون ميعاد التظلم ثلاثين يوما من تاريخ انتهاء الخمسة عشر يوما المقررة للهيئة ، وبعد ذلك يجوز الطعن أمام القضاء الادارى فى القرار الصادر من هذه اللجنة [١].

فإذا وجدت الهيئة أن العقد متفق مع القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له فهى ستخطر شركة الصندوق بذلك ضمن الترخيص ببداية النشاط أو فى خطاب مستقل إذا كان العقد يعرض عليها بسبب تعديله أو استبدال المدير .

---

(١) راجع المواد ٥٠ ، ٥١ من القانون المشار إليه والمادة ٢٠٥ ومابعدها من اللائحة التنفيذية له .

وفى هذا المجال يثور التساؤل حول عقد الإدارة الذى لا توافق عليه الهيئة ، هل يعتبر عقداً باطلاً ؟ بالتأكيد الإجابة على هذا التساؤل تكون بالنفى ، حيث يظل العقد صحيحاً لأن موافقة الهيئة واقرارها لهذا العقد لايعتبر ركنا من أركانه ، وإنما يعتبر مجرد إجراء إدارى الغرض منه ضمان حسن سير العمل فى سوق المال ، من خلال مراعاة القواعد القانونية الخاصة بهذا العقد الذى يتصل مباشرة بالادخار العام .

ومع ذلك لن يستطيع الصندوق ممارسة عمله إلا بعد إزالة أسباب عدم موافقة الهيئة علي العقد ، أو التظلم من قرار الهيئة برفض الترخيص أو بعدم الموافقة على العقد . ويتم التظلم من هذا القرار طبقا للقواعد المقررة فى المادتين ٥٠ ، ٥١ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ [١].

---

(١) راجع ماسيلى ص٥٤ ومابعدها

المبحث الثانى

تعيين مدير الاستثمار

تمهيد :

٢١ - دراسة القواعد الخاصة بتعيين مدير الاستثمار تقتضى أن تتناول أيضا الطرف الآخر فى عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار وذلك لتحديد الشخص المختصة بالتعاقد مع مدير الاستثمار .

ولذلك نتناول أولاً الشخص المختص بتعيين المدير وثانيا نحدد الشروط الواجب توافرها فى مدير الاستثمار .

أولا : صاحب السلطة في تعيين مدير الاستثمار

٢٢ - يثور التساؤل فى هذا الشأن حول تحديد الجهة صاحبة السلطة فى تعيين مدير الاستثمار ، أى الطرف الآخر فى عقد إدارة صندوق الاستثمار ، ويرجع هذا التساؤل إلى الاختلاف فى المصطلحات التي إستخدمها المشرع فى القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ، بما يدفع إلى الاعتقاد بأنه يوجد على المسرح القانونى كيانين قانونيين هما شركة المساهمة أو البنك أو شركة التأمين التي تنشئ الصندوق ، كما يوجد صندوق الاستثمار ذاته . ومن ذلك نجد المشرع ينص فى المادة (٣٥) من القانون على أنه " يجب أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة برأسمال نقدى ، وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه ، أو المتعاملين معه ، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة " ثم يقرر أنه " وعلى الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى احدى الجهات المتخصصة " .

وفى المادة (٣٦) من القانوني قرر أنه " يحدد النظام الأساسى لصندوق الاستثمار النسبة بين رأس ماله المدفوع وبين أموال المستثمرين ... ويصدر الصندوق مقابل هذه الأموال أوراقا مالية فى صورة وثائق استثمار يشارك حاملوها فى نتائج استثمارات الصندوق " .

كما نصت المادة (١٦٦) من اللائحة التنفيذية على أنه " يبرم صندوق الاستمثار مع مدير الاستثمار عقد إدارة وكذلك عندما يقرر أنه " ينقضى الصندوق إذا إنخفض عدد وثائق الاستثمار إلى ٥٠٪ من إجمالى الوثائق المكتتب فيها ... (م ١٦٢ من اللائحة التنفيذية) .

هذا الاختلاف فى المصطلحات يثير الشك حول الشخص القانونى الذى يبرم عقد الإدارة مع مدير الاستثمار ، هل هو الشركة التى أنشأت صندوق الاستثمار أم أن الصندوق ذاته هو الذى يبرم العقد ؟ وبالتالى نصبح أمام شخصين قانونين مستقلين هما : الصندوق وشركة الصندوق ، بما يعنى أنه كما تتمتع شركة المساهمة بالشخصية الاعتبارية فان صندوق الإستثمار يتمتع أيضا بشخصية قانونية مماثلة . فهل هذا التصور صحيح من الناحية القانونية ؟ أم أن المشرع قد أخطأ فى الصياغة القانونية ، ولم يوحدها ، إلى الدرجة التي توحى بوجود شخصين قانونيين على النحو السابق ولكن الحقيقة القانونية أننا أمام شخص قانوني واحد هو شركة المساهمة التي أنشأت صندوق الاستثمار ، وقد إستعمل المشرع المصطلحين ، الشركة وصندوق الاستثمار ، كمترادفين في أغلب النصوص الدالة على شخص واحد هو شركة صندوق الاستمثار . وأحيانا أخرى يستعمل لفظ الصندوق ويقصد به الصندوق كمشروع للشركة ؟

٢٣ - ومن الجدير بالذكر أن هذه التساؤلات لا تثور عند تحديد الجهة صاحبة السلطة فى التعاقد مع مدير الاستثمار بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تؤسسها البنوك وشركات التأمين ، حيث تنص المادة (١٨٠) من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه " يعهد البنك أو شركة التأمين بإدارة نشاط الصندوق إلى إحدى الجهات ذات الخبرة فى إدارة صناديق الاستثمار ... " ومن ذلك يتضح أن صندوق الاستثمار لايعتبر شخص قانونى وإنما هو مشروع يقوم بتأسيسه البنك أو شركة التأمين ، أما الشخصية الاعتبارية فهى للبنك أو شركة التأمين بإعتبارها شركات مساهمة قائمة سلفا[١] .

إذا كان الأمر علي هذه الدرجة من الوضوح بالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين فإن بحث الأمر بالنسبة لصناديق الاستثمار الأخرى التي تؤسسها شركات المساهمة يكمن فى البحث عن مدى تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية ، فإذا ثبتت له هذه الشخصية فإنه هو الذى يتعاقد مع مدير الاستثمار ، وإن لم تثبت له فشركة الصندوق هى التي تتعاقد باعتبارها تملك سلطة التعبير عن إرادتها بصورة يعتد بها القانون ، وتبدو أهمية البحث فى ذلك عندما نبحث فى مسئولية الصندوق تجاه الغير ونطاق هذه المسئولية .

---

(١) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ١٣٢ ص ١٩٨.

مدى تمتع صندوق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية

٢٤ - ذهب الرأى [١] إلى القول بعدم الاعتراف لصندوق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية ، وإنما تثبت هذه الشخصية لشركة المساهمة التي أنشأت هذا الصندوق ، ويستند هذا الرأى على أن صناديق الاستثمار لا تندرج ضمن الطوائف التي عددها المشرع فى المادة ٥٢ من القانون المدنى والتي إعترف لها المشرع إعترافا عاماً بالشخصية الاعتبارية ، وهى :
١ -الدولة والمديريات والمدن والقرى ، وذلك طبقا للشروط التي يحددها القانون ، وكذلك الإدارات والمصالح وغيرها من المنشآت التي يمنحها القانون شخصية إعتبارية .

٢ - الهيئات والطوائف الدينية التي تعترف لها الدولة بشخصية اعتبارية .

٣ - الأوقاف ب- الشركات التجارية والمدنية .

٥ - الجمعيات والمؤسسات المنشأة وفقا لأحكام القانون .

هذا بالإضافة إلى أن المشرع لم يعترف بالشخصية الاعتبارية لصناديق الاستثمار إعترافا خاصا فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ كما تقضى الفقرة السادسة من المادة ٥٢ من القانون المدنى التي تشترط نص خاص يقرر الشخصية الاعتبارية لكل مجموعة من الأشخاص أو الأموال لا يندرج ضمن الطوائف المشار إليها فى الفقرات الخمس الأولى من هذه المادة .

ويعتبر هذا الرأى أن القول بتمتع صندوق الاستثمار بالشخصية

(١) راجع تفصيلاً د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ١٣٢ ، ص ١٩٥ - ١٩٨.

الاعتبارية فيه خلط بين الشركة التي أنشأت الصندوق ، وهى التي تكتسب شخصيتها الاعتبارية بعد مضى خمسة عشر يوما من تاريخ قيدها فى السجل التجارى[١] بعد تأسيسها طبقا لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ باعتبارها من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية – وبين صندوق الاستثمار ذاته باعتباره المشروع الذى قامت الشركة من أجله ، وليست الشركة ذاتها . وعلى ذلك تكون الشركة هى الرداء القانونى للمشروع ، وهى التى تتمتع بالشخصية الاعتبارية ، وليس المشروع سوي مجموعة من العناصر المادية والبشرية التي تخصص لتحقيق غرض إقتصادى معين [٢].

٢٥ – وإذا كنا نتفق مع الرأى السابق فى القول بعدم تمتع صندوق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية ، حيث تتمتع بها الشركة التي قامت بتأسيس الصندوق . إلا أننا نرى أن المشرع – فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولا ئحته التنفيذية – قد وقع فى الخلط الذى إستبعده هذا الرأى ، وهو الخلط بين الشركة ومشروعها (الصندوق) ، ولذلك فهو يستعمل المصطلحين أحيانا للدلالة على شخص قانونى واحد هو شركة الصندوق . وأحيانا أخرى يقصد به الصندوق كمشروع أنشأته هذه الشركة .

(١) راجع المادة ١٧ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المعدلة بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ -= الجريدة الرسمية - العدد ٣ مكرر - فى ١٩٩٨/١/١٨ - والذى إستبدل اجراء الموافقة على تأسيس شركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسئولية المحدودة بواسطة اللجنة المختصة بنظر طلبات تأسيس الشركات والمشكلة طبقا للمادة ١٨ من هذا القانون ، هذا الاجراء تم استبداله باجراء آخر هو الاخطار بانشاء الشركة طبقا للاجراءات المنصوص عليها بعد التعديل .

(٢) د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، ص ١٩٧ ، وفى تعريف المشروع عموماً ، راجع : أ.د/ محمود سمير الشرقاوى ، القانون التجارى ، الجزء الأول طبعة ١٩٨٢ ، ص ٣١ ومابعدها.

وهذا الخلط ليس جديداً ولا غريباً على المشرع المصرى - فى ظل السرعة فى إصدار القوانين - حيث وقع فى هذا الخلط عند صياغة المادة ٢١ من القانون ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ وتعديلاته حيث قررت أنه " يجب أن يتخذ البنك أحد الأشكال الآتية :

أ - شركة مساهمة مصرية جميع أسهمها مصرية .

ب - شخص اعتبارى عام يكون من بين أغراضه القيام بأعمال البنوك.

جـ - فرع لبنك أجنبى يتمتع مركزه الرئيسى بجنسية محددة . ويخضع لرقابة سلطة نقدية بالدولة التى يقع فيها المركز الرئيسى " يتضح من ذلك أن المشرع يخلط بين البنك وهو المشروع الاقتصادى وبين شركة المساهمة أو أحد الأشخاص الاعتبارية العامة التي تؤسس البنك وهي التى تتمتع بالشخصية الاعتبارية [١].

وإذا سلمنا بوقوع المشرع فى هذا الخلط - ضمن نصوص القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية - فإنه ينبغى أن نأخذ النصوص التي توحى بأن الصندوق يتمتع بشخصية قانونية على أن المقصود هو الشركة التي أسست الصندوق (أي شركة الصندوق كما جاءت فى المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية) . فمثلاً عندما تقرر المادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية أنه " يحدد النظام الأساسى للصندوق طريقة تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة على

---

(١) راجع : مؤلفنا ، الوجيز فى الجوانب القانونية لعمليات البنوك ، الطبعة الأولي ١٩٩٧ ، ص ١٩ هامش (١) .

النحو المشار إليه فى المادة ٣٥ من القانون . . . " وتنص المادة ٣٥ من القانون علي أنه " ويجب أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة برأسمال نقدى ، وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة وعلى الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى احدى الجهات المتخصصة وفقا لما تحدده اللائحة التنفيذية ".

فالمقصود فى المادة ١٤٢ من اللائحة هو النظام الأساسى لشركة المساهمة التي تؤسس الصندوق فهى التي ستحدد طريقة تعيين أغلبية أعضاء مجلس إدارة الشركة . وكذلك المادة ٣٥ من القانون فهى تشترط أن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارة شركة الصندوق من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معها ... الخ ، وأيضا المقصود فى الفقرة الأخيرة من المادة السابقة أن تعهد شركة المساهمة بإدارة نشاط صندوق الاستثمار الذى توسسه إلى احدى الجهات المتخصصة ، لأن إدارة الشركة تتم عن طريق مجلس إدارتها شأنها في ذلك شأن أى من شركات المساهمة ، ومجلس ادارة الشركة هو هيئة مستقلة ومختلفة عن الهيئة القائمة على إدارة صندوق الاستثمار [١]، وهو مشروع الشركة ، حيث أوجب المشرع أن يعهد بإدارته إلى جهة إدارية متخصصة ، وذلك بموجب عقد إدارة يجعل من هذه الجهة المتخصصة وكيلاً عن الشركة فى إدارة نشاط الصندوق .

٢٦ - يتضح من ذلك أن الطرف الأول فى عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار هو شركة المساهمة أو البنك أو شركة التأمين التي أنشأت

---

(١) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ١٣٢ ، ص ١٩٨.

الصندوق ، باعتبارها هي الشخص القانوني مالك الصندوق . أما أصحاب وثائق الاستثمار فهم ليسوا مساهمون فى الشركة التي أنشأت الصندوق ، وإنما هم مشاركون لهذه الشركة فى استثمارات الصندوق ، وتُصدر لهم الشركة نظير الأموال التي شاركوا بها وثائق إستثمار تخولهم الحق فى الاشتراك فى الأرباح والخسائر التي تحققها إستثمارات الصندوق . وهذه الوثائق تعتبر نوع جديد من الأوراق المالية [١] ، يختلف عن الأسهم حيث لا تجعل لأصحابها حق الاشتراك في إدارة الصندوق ، كما تختلف عن السندات التي تخول لصاحبها الحق فى الحصول على فائدة ثابتة لا تتأثر بالأرباح والخسائر التي تحققها الشركة التي أصدرتها ، بالاضافة إلى حق صاحب السند فى استرداد قيمته كاملة فى نهاية مدة القرض .

ولذلك تعتبر هذه الوثائق التي تصدرها شركات صناديق الاستثمار فى مرتبة وسط بين الأسهم والسندات ، وهى تشبه صكوك الاستثمار . التى تصدرها الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها - للمودعين فى هذه الشركات [٢]، حيث تخول هذه الصكوك لمالكيها حق المشاركة فى الأرباح والخسائر دون المشاركة فى الإدارة ، بالاضافة إلى حقهم فى الحصول على نصيب فى ناتج التصفية قبل حملة أسهم رأس المال [٣].

---

(١) راجع المادة ٢/٣٦ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع تفصيلاً فى حقوق أصحاب وثائق الاستثمار ، و د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، رقم ٤٦٩.

(٣) راجع المادة ٢/٦ من القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ بشأن الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستمارها .

وراجع تفصيلاً في شرح أحكام هذا القانون د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، ص ٥٥٥ ومابعدها .

٢٧ - ومن الجدير بالذكر أن المشرع الفرنسى لم يعترف لصناديق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية personnalité morale كما هو الشأن بالنسبة للشركات والجمعيات والتجمعات الاقتصادية الأخرى، وإنما نظمه على أنه نوع خاص من الشيوع une copropriété [(١)]، فى ملكية الأوراق المالية والمبالغ المخصصة للاستثمار قصير الأجل [(٢)]. ومع ذلك إعترف لمدير الصندوق بسلطة تمثيله أمام القضاء والغير ، وفي إستعمال الحقوق المقررة للأوراق المالية التى يضمها الصندوق فى مواجهة الشركات التي أصدرت هذه الأوراق . ومع ذلك فقد أثار عدم الاعتراف لصناديق الاستثمار بالشخصية الاعتبارية بعض المشكلات التي تتعلق بتمثيل الأسهم التي يتكون منها الصندوق فى مجلس ادارة الشركات التي أصدرت هذه الأسهم[(٣)].

٢٨ - بعد أن تناولنا الطرف الأول في عقد إدارة نشاط صندوق الإستثمار نتناول فيما يلى الطرف الثانى وهو مدير الاستثمار .

الشروط الواجب توافرها فى مدير الاستثمار

٢٩ - أوجب المشرع [(٤)] على الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه إلى

---

(١) راجع المادة الأولى من القانون ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ .

(٢) راجع تفصيلاً حول طبيعة صناديق الاستثمار فى القانون الفرنسي ، شارتيه ، المرجع السابق من رقم ٢٣ إلى ٣٥ ، ألن فيسانديه ، المرجع السابق ، ص ٢٤٦ - ٢٥١ ، د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، ص ١٤٤ ومابعدها .

(٣) راجع ماسيلى ، رقم ٥٨.

(٤) راجع المادة ٢/٦ من القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ بشأن الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها .

وراجع تفصيلاً فى شرح أحكام هذا القانون د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، ص ٥٥٥ ومابعدها .

إحدى الجهات المتخصصة ، ثم ترك للائحة التنفيذية مهمة وضع القواعد الخاصة بهذه الجهة .

وبذلك يكون المشرع المصرى قد تبنى منهج الإدارة الفنية المتخصصة لصناديق الاستثمار ، سواء التي تؤسسها شركات المساهمة العاملة فى مجال الأوراق المالية أو التي تؤسسها البنوك أو شركات التأمين . وقد قصد المشرع من اتباع هذا المنهج تفويض إدارة الصناديق إلى جهة ذات خبرة وكفاءة فى هذا المجال الجديد على ساحة الاقتصاد المصري ، وذلك حتى تتاح الفرصة أمام هذه الصناديق للاستفادة من الخبرات الفنية فى المجالات المتعددة التي يمكن أن تستثمر أموالها فيها . ولا شك فى أن قيام مثل هذه الجهات بإدارة الصناديق من شأنه أن يجنب الصناديق الوقوع فى الأزمات والهزات التي ترتب أفدح الأضرار بالمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار [٢]، وتؤثر بالتالى على الادخار العام والحياة الاقتصادية والاجتماعية عموماً.

ونظرا لأهمية دور مدير الاستثمار فقد ذهب الفقه [٣] إلى أن تحديد الشروط الواجب توافرها فيمن يقوم بهذه الوظيفة يعتبر بمثابة أمان la sécurité للمدخرين les épargnants ، ولذلك يشترط المشرع عادة فى المدير شروطا تضمن توافر الكفاءة conpétence والشرف وحسن السمعة honorabilité واليسر المالى solvabilité.

---

(١) المادة ٣٥ ، فقرة أخيرة ، من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) راجع د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، رقم ٤٦٦ ، ص ٥٤٤.

(٣) راجع :

Y. CHARTIER , Les nouveaux fonds communs de placement , I. C. P. 1985 , Ed. G. , L Doct .. 3001 , No 94.

٣٠ - وقد تولت اللائحة التنفيذية [1] القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وضع القواعد الخاصة بالجهة ذات الخبرة التي يعهد إليها بإدارة نشاط صندوق الاستثمار ، والتي أطلقت عليها اللائحة اسم (مدير الاستمار).

وضمن هذه القواعد حددت الشروط الواجب توافرها فى هذه الجهة التي يمكن تعيينها كمدير للاستثمار . هذه الشروط التي تتطلب أن يكون المدير جهة ذات شكل قانونى معين ، وأن تتوافر فى القائمين عليها درجة معينة من الكفاءة والخبرة وحسن السمعة ، تتناسب مع أهمية وخطورة العمل الذى ستقوم به ، كما اشترط تقديم ضمان مالى ، وأخيراً أوجب أن يكون المدير مقيداً فى السجل المعد لذلك بالهيئة العامة لسوق المال .

وسنتولى دراسة هذه الشروط بشئ من التوضيح فيما يلى :

١ - الشكل القانونى لمدير الاستثمار

٣١ - أجاز المشرع [2] أن يتولى إدارة نشاط صناديق الاستثمار إحدى الجهات الأجنبية المتخصصة فى هذا المجال . ولاشك فى أن ذلك يكفل لسوق المال المصري الاستفادة من الخبرة الأجنبية فى مجال تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ، مما يساعد على تكوين كوادر مصرية قادرة على تحمل مسئولية هذا النشاط كاملاً فى المستقبل .

ورغم أن اللائحة التنفيذية أجازت أن يكون مدير الاستثمار جهة أجنبية إلا أنها لم تحدد الشكل القانونى لهذه الجهة ، ولكنها تركت تحديد ذلك

---

(١) راجع المواد من ١٦٣ إلى ١٧١ من اللائحة التنفيذية المشار إليها .

(٢) المادة ١٦٤ من اللائحة التنفيذية المشار إليه .

لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال وفقا لما يراه محققا لمصلحة هذا النشاط من أنشطة سوق المال فى مصر ، وعلى ذلك يمكن أن يوافق مجلس إدارة الهيئة علي أن يكون مدير الاستثمار من الأشخاص الاعتبارية ، سواء شركات الأشخاص أو شركات الأموال ، أو أحد المشروعات الفردية ذات السمعة العالمية ، وخاصة فى الدول التي تسمح للمشروعات الفردية بممارسة نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير [١]، وأن كان الغالب والأفضل ألا يوكل مثل هذا النشاط للمشروعات الفردية ويقتصر علي الأشخاص الاعتبارية ، لسهولة الرقابة على أعمالها .

وقد إنتقد الفقه [٢] عدم تحديد المشرع للحد الأدنى لرأس مال مدير الاستثمار الأجنبي ، كما فعل بالنسبة للمدير المصرى ، وكذلك منح المشرع الفرصة لمدير الاستثمار الأجنبى أن ينفرد بإدارة صناديق الاستثمار في مصر دون أن يشترط إشتراك شريك مصرى معه فى ذلك . ويرى صاحب هذا الرأى أن مسلك المشرع فى هذا الشأن قد يؤدى إلى عدم نمو الخبرات المحلية المصرية فى هذا المجال ، وبالتالى إستفحال وتعاظم دور الجهات الأجنبية (منفردة) في إدارة صناديق الاستثمار التي تتعامل فى تدوير محافظ الأوراق المالية لبنوك وشركات تأمين مصرية ، وبالتالى وجود مجال للتواطؤ

---

(١) كان من الجائز فى فرنسا يكون مدير محفظة الأوراق المالية شخص طبيعى حيث كان يقوم سمسار الأوراق المالية le agent de change بممارسة هذا النشاط ولكن هذا الأمر قد ألغى بموجب القانون ٥٣١ لسنة ١٩٨٩ الصادر فى ٢ أغسطس ١٩٨٩ الذى قضى بادماج مهنتى الوسطاء les remisiers ومديرى محافظ الأوراق المالية les gerants de porteffeuille والزم القائمين بهما بإنشاء شركات لادارة محفظة الأوراق المالية les societes de gestion de porteffeuille . راجع فى ذلك ، إرفيه كوس (و) سيدرك مندل ، مرجع سابق ، رقم ١٥ ، وأيضا بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ١ .

(٢) راجع د/ منى قاسم ، المرجع السابق ، ص ٧٤.

بين الجهة الأجنبية مدير الاستثمار وبين أية جهة أخرى للحصول على مصالح معينة دون النظر إلى مصالح الاقتصاد المصرى او البنك المؤسس لصندوق الاستثمار أو مصلحة أصحاب الوثائق .

٣٢ - إما إذا كانت الجهة التي أسند إليها إدارة نشاط صندوق الاستثمار من الجهات المصرية المتخصصة فقد إشترط المشرع (م ١٦٤ سالفة الذكر) أن تكون هذه الجهة (مدير الاستثمار) شركة مساهمة مصرية. وتعتبر الشركة مصرية طبقا للرأى السائد فى الفقه إذا تم تأسيسها فى مصر وكان مركز إدارتها الرئيسى فيها [١]. وعلى ذلك لايجوز أن يكون مدير الاستثمار شركة توصية بالأسهم ، رغم أن المشرع أجاز لها العمل فى مجال الأوراق المالية بعد حصولها على ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال والقيد في السجل المعد لديها لهذا الغرض [٢]. كما لا يجوز أن يكون المدير شركة ذات مسئولية محدودة أو شركة تضامن أو شركة توصية بسيطة ، لأن المشرع (م ٢٩ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢) قصر الترخيص للعمل فى مجال الأوراق المالية على شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم . وكذلك لايجوز الترخيص للمشروعات الفردية بالعمل مديراً للإستثمار أيا كانت خبرة وكفاءة صاحب المشروع ،

ولما كانت شركة المساهمة التي تعمل مديراً للاستثمار هى من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ، فإنه يجب أن يتم تأسيسها طبقا للقواعد العامة المقررة فى القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والقواعد المقررة في

---

(١) راجع : الخلاف حول معيار اكتساب الشركة للجنسية المصرية ، د/ زكى زكى الشعراوى ، جنسية الشركات التجارية (شركات المساهمة) دار النهضة العربية . ١٩٨٩ ، ص ٤٤ ومابعدها ، أ.د/ كمال محمد أبو سريع ، الشركات التجارية ، الجزء الأول ، دار النهضة العربية ، ١٩٨٤ ، رقم ٥٣ ، أ.د/ مصطفى كمال طه ، القانون التجارى ، الجزء الأول ، طبعة ١٩٨٤ ، رقم ٢١٠ ، أ.د/ على يونس الشركات التجارية ، الجزء الأول ، دار الفكر العربى ،رقم٥٧.

القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ باعتبارها قواعد خاصة بالشركات العاملة فى هذا المجال [(١)].

ولضمان مصداقية تأسيس هذه الشركات فقد اشترط المشرع ألا يقل المدفوع من رأسمالها عن مليون جنيه (م ١٦٤ سالفة الذكر) أما رأس المال المصدر فيجب ألا يقل عن ثلاثة ملايين جنيه (م ١٢٥ - ٢ (ب) من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر) شاملا الحصص النقدية والحصص العينية التي يتكون منها رأس المال المصدر للشركة .

ومن الملاحظ أن المشرع قد خفض الحد الأدنى من رأس المال الواجب دفعه نقداً عند تأسيس الشركات العاملة فى مجال تكوين وادارة محافظ الأوراق المالية ، وهو مليون ونصف المليون جنيه على الأقل ، وجعله مليون فقط بالنسبة لشركة المساهمة التي تؤسس لتمارس نشاط مدير استثمار لصناديق الاستثمار . ويعتبر ذلك أمر طبيعى لأن الشركة الأخيرة لا تحتاج إلى مبالغ كبيرة لبداية نشاطها ومن ثم يكفى المليون جنيه لتغطية هذه الاحتياجات التي تصاحب بداية النشاط أيا كان مقدار رأس المال المصدر . وذلك بعكس الشركات التي تؤسس لممارسة نشاط تكوين وادارة محفظة الأوراق المالية فهى ستتعامل منذ بدأ نشاطها فى المبالغ التي تجمعها من رأس المال ، ومن ثم اشترط المشرع ألا يقل المدفوع نقدا من رأسمالها المصدر عن النصف ، وهي نسبة كافية لبداية النشاط فى هذه الشركات .

(٢) الكفاءة وحسن السمعة :

٣٣ - لما كان نجاح صندوق الاستثمار ، وبالتالى تحقيق آمال

---

(١) راجع المادة ٢٧ من القانون المشار إليه ومن ١٢٨ إلى ١٣٢ من لائحته التنفيذية .أ.د/ ثروت عبدالرحيم ، القانون التجارى المصرى ، الجزء الأول ، الطبعة الثانية ، ١٩٩٥ ، ص ٥١٣ ومابعدها .

المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار ، مرتبطا باختيار مدير إستثمار ، علي قدر من الكفاءة والخبرة تضمن أهليته الوظيفية للقيام بالعمل الذى يوكل إليه ، فقد اشترط المشرع (م ٢/١٦٤ من اللائحة سالفة الذكر) أن تتوافر فى القائمين علي مباشرة النشاط والمسئولين عنه ، الخبرة والكفاءة اللازمة لإدارة نشاط صناديق الاستثمار .

ومن الطبيعى أن يشترط المشرع توافر الكفاءة والخبرة فى القائمين على العمل فى شركة المساهمة التي تعين مديراً لنشاط صندوق الاستثمار، وهم أعضاء مجلس ادارتها ومديريها ، باعتارهم العقل المفكر للشركة مدير الاستثمار وهى شخص إعتبارى لا يملك إرادة ولا عقل سوى ارادة وعقل هؤلاء .

وتتولى الهيئة العامة لسوق المال تقدير مدى توافر الكفاءة والخبرة المطلوبة فى القائمين على العمل فى الشركة مدير الاستثمار وتعتمد الهيئة فى ذلك على المستندات المقدمة وسابقة الأعمال لهؤلاء الأشخاص .

٣٤ - ولم يكتف المشرع بضرورة توافر الكفاءة والخبرة فى أعضاء مجلس الادارة ومديرى شركة المساهمة مدبر الاستثمار ، وإنما اشترط أيضا تمتع هؤلاء الأشخاص والعاملين في الشركة بحسن السمعة ، وتحقيقا لهذا اشتراط المشرع (م ٣/١٦٤ من اللائحة سالفة الذكر) . فى أعضاء مجلس إدارة الشركة ومديريها والعاملين لديها ، أو المدير ممثل مدير الاستثمار الأجنبى وأعضاء الجهاز العاملين لديه ، ألا يكون قد سبق فصلهم تأديبيا من الخدمة أو منعهم تأديبيا من مزاولة مهنة السمسرة أو أية مهنة حرة أو حكم

عليهم بعقوبة جناية أو جنحة فى جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة أو بعقوبة مقيدة للحرية فى إحدى الجرائم المنصوص عليها فى قوانين الشركات أو التجارة أو سوق رأس المال أو حكم باشهار افلاسه .

ومن الملاحظ أن اللائحة توسعت فى تحديد الأشخاص الذين يجب أن يتوافر فيهم حسن السمعة ، حيث شمل العاملين لدى مدير الاستثمار ، ورغم عمومية مصطلح " العاملين " إلا أنه ينبغى أن يقتصر على العاملين الفنيين الذين يمارسون أعمالاً تتصل بإدارة نشاط صندوق الاستثمار .

كما أنه رغم إعتبار صدور حكم باشهار إفلاس الشخص سببا فى زاول حسن سمعته ، فى هذا المجال ، بما قد يمنع الشركة التي يعمل فيها من التعيين مديراً لنشاط صندوق الاستثمار ، وهذا أمر يتمشى مع الشروط العامة التي اشترطتها اللائحة لكى تحصل الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية على الترخيص اللازم لذلك [١]. إلا أنها لم ترفع هذا المنع عن أعضاء مجلس الادارة والمديرين والعاملين لدى مدير الاستثمار ولو رد إليهم اعتبارهم ، وهذا يختلف عما هو مقرر فى الشروط العامة لحسن السمعة المشترط فى العاملين فى الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، حيث ورد فى نهاية المادة ١٣٥-٤ من اللائحة عبارة (مالم يكن قد رد إليه إعتباره) ولم ترد مثل هذه العبارة فى المادة ١٦٤ - ٣ من نفس اللائحة . وهذه مغايرة في الحكم لا مبرر لها بين أشخاص يعملون في مجال واحد . ونعتقد أن هذا الاختلاف جاء نتيجة خطأ وقعت فيه اللائحة التنفيذية ، وهو مخالف للمادة ٢٩ (و) من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢بما يوجب إعتبار رد الاعتبار سببا لعودة حسن السمعة .

---

(١) راجع المادة ٢٩ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ١٣٥ من اللائحة التنفيذية له .

(٣) أداء التأمين المطلوب

٣٥ - إشترطت اللائحة (م ١٦٤ - ٤) على مدير الاستثمار أداء تأمين تحدد قيمته والقواعد والاجراءات المنظمة للخصم منه واستكماله وادارة حصيلته وكيفية رده قرار من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال.

ويعتبر ذلك شرط عام بالنسبة للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية [١]. ونظراً لأهمية هذا التأمين النقدى ، حيث يمثل ضمانا للأخطاء المهنية التي ترتب مسئولية هذه الشركات ، فقد قرر المشرع أن يكون الحد الأقصى لقيمة العمليات التي تقوم بها الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بالنسبة إلى كل نشاط فى ضوء رأس مال الشركة والتأمين المدفوع منها .

ويتحدد هذا التأمين بمرعاة حجم ونوع نشاط الشركة ومخاطر مباشرة هذا النشاط وأعباء الشركة والتزاماتها [٢]. ويجب أن تستمر قيمة هذا التأمين ثابتة خلال المدة التي يمارس فيها مدير الاستثمار نشاطه . فإذا خصم منه شئ وجب عليه استكماله خلال المهلة المقررة وإلا قد يتعرض للجزاء المهنى الذى توقعه الهيئة العامة لسوق المال ، بالاضافة إلى العقوبة المقررة فى المادة ٦٧ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، لكل من يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لهذا القانون .

---

(١) راجع المادة ١٢٨ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

(٢) راجع المادة ١٢٦ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

(٤) القيد في السجل

٣٦ - إذا إستوفى مدير الاستثمار كافة الشروط السابقة فإنه لا يستطيع ممارسة نشاطه إلا بعد استيفاء شرط القيد فى السجل المعد لذلك لدى الهيئة العامة لسوق المال [١]، حيث تُنشئ سجلا لقيد مديرى الاستثمار، سواء كانوا شركات مساهمة مصرية أو جهات أجنبية إستوفت الشروط التي وضعتها الهيئة ، ومن ثم ينبغى بيان المستندات المطلوبة فيما يلى :

المستندات المطلوبة للقيد

٣٧ - أوجبت المادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية أن يرفق بطلب القيد فى سجل مديرى الاستثمار المستندات الآتية :

(أ) عقد الشركة والنظام الأساسى لها ، أو مايحدده مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار بالنسبة لمدير الاستثمار الأجنبى بحسب الأحوال . وهو مستند يوضح غرض الشركة ومقدار رأس المال ، وهى من الشروط التي يجب أن تتحقق منها الهيئة قبل القيد .

(ب) بيان بأعضاء مجلس الادارة والمديرين وخبراتهم . وهذا بيان ضرورى لكى تتأكد الهيئة من توافر شرط الكفاءة وحسن السمعة فى هؤلاء الأشخاص الذين يعملون لدى مدير الاستثمار المصرى أو الأجنبى .

(جـ) بيان بالأنشطة السابقة التي قامت بها الشركة بشرط أن تكون هذه الأنشطة تتفق مع نشاط إدارة صناديق الاستثمار ، ولاشك أن هذا البيان

---

(١) راجع المادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

يتعلق بالشركات التى لها سباقة أعمال أو مدير الاستثمار الأجنبى ، أما الشركات التي تنشأ لكي تمارس هذا النشاط لأول مرة فقد يكتفى بكفاءة وخبرة الأشخاص القائمين على إدارة النشاط فى هذه الشركة ، وهذا ماحدث فعلاً فى شركات المساهمة المصرية التى أنشأت لكى تتولى إدارة صناديق إستثمار معنية لأول مرة .

(د) الإيصال الدال على سداد الرسم المقرر .

البت فى طلب القيد

٣٨ - يجب على الهيئة العامة لسوق المال أن تبت فى طلب القيد خلال ثلاثين يوما من تاريخ تقديم طلب القيد إليها مستوفيا كافة المستندات المطلوبة .

وإذا قدم الطلب ثم طلبت الهيئة إستيفاء بعض البيانات أو المستندات فإن مدة الثلاثين يوما تبدأ من تاريخ إستيفاء هذه البيانات أو المستندات .

ومن الجدير بالذكر أن الهيئة تتمتع بسلطة تقديرية فى مجال الموافقة على قيد مدير الاستثمار ، ولها أن ترفض القيد ومنح الترخيص إذا لم تقتنع بمصداقية أو عدم كفاية المستندات التي قدمها دليلا علي خبرته [(١)].

الطعن على قرار الهيئة بشأن عدم قيد المدير بالسجل

٣٩ - لما كانت القرارات التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال من القرارات الادارية فإنه يجوز لمدير الاستثمار الطعن أمام القضاء الادارى علي قرار الهيئة بالامتناع عن قيده فى السجل المعد لديها لهذا الغرض أو القرار

(١) راجع د. منى قاسم المرجع السابق ، ص ٧٥.

برفض القيد أو شطب القيد أو بوقفه .

ولكن نظراً للطبيعة الخاصة بالمجال الذى يصدر بشأنه هذه القرارات فقد قرر المشرع عدم قبول دعوى إلغاء تلك القرارات قبل التظلم منها (١). وعلي ذلك يكون الطعن على قرارات الهيئة أولا بالتظلم منها أمام لجنة التظلمات التي تشكل بقرار من وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية ، ثم يتم الطعن عليها بالإلغاء أمام القضاء الإدارى إذا قررت لجنة التظلمات رفض التظلم من قرار الهيئة . وسنتناول كل من التظلم والطعن عليها بالإلغاء بشئ من التفصيل على النحو التالى .

(١) التظلم من قرار الهيئة :

٤٠ - أجازت الفقرة الأخيرة من المادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ " لمدير الاستثمار التظلم أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها في القانون من قرار الهيئة بالامتناع عن القيد أو برفضه أو بشطب القيد أو بوقفه " .

يتضح من ذلك أنه يجوز لمدير الاستثمار التظلم من قرار الهيئة العامة لسوق المال فى الحالات الآتية :

(أ) **الامتناع عن القيد :** وذلك بمضى المدة التي حددها المشرع (٣٠يوم) على تقديم طلب القيد أو استيفاء البيانات أو المستندات ، دون أن تبت الهيئة فى طلب القيد ، سواء بالقبول أو الرفض ، لأن ذلك يعتبر، بمثابة قرار سلبى من جانب الهيئة ، حيث ألزمها المشرع بالتعبير عن رأيها

---

(١) راجع المادة ٣/٥١من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

فـامـتنعت عـن ذلك رغم إسـتـيـفـاء شـروطه . وعلي ذلك إذا لم يكن مـدير الاستثمار قد تقدم بكافة الأوراق المطلوبة فإنه لايجوز له التظلم ، مالم تكن الهيئة قد تعسفت في إستعمال سلطتها وطلبت منه تقديم أوراق غير مفيدة أو يقوم مقامها مستند مقدم من قبل ، حيث يجوز له التظلم فى هذه الحالة أيضا لأنها تأخذ حكم الامتناع عن البت فى طلب القيد .

(ب) رفض القيد :

ويجري التظلم فى هذه الحالة من القرار الصادر برفض طلب القيد بعد نظره بواسطة الهيئة ، ويقوم التظلم فى هذه الحالة على خطأ الهيئة فى تقدير الشروط اللازمة لقيد مدير الاستثمار ، وخاصة شرط الكفاءة والخبرة أو حسن السمعة فى القائمين على نشاطه . ومما لاشك فيه أن الهيئة تتمتع بسلطة تقديرية فى تقييم المستندات التي يقدمها مدير الاستثمار لاثبات هذه الشروط ولكن ينبغى ألا يصل هذا التقدير الى حد التعسف أو إضافة شروط أخري لم يضعها المشرع .

جـ - شطب القيد أو وقفه

تتعلق هذه الحالة بمدير الاستثمار الذى سبق قيده فى السجل المعد لذلك لدى الهيئة العامة لسوق المال ، حيث اكتسب مركز قانونى لايجوز إلغاؤه أو تعديله إلا بسبب قانونى ، كأن يرتكب مخالفة أو يمتنع عن تنفيذ واجب قانوني قرر له المشرع جزاء الشطب أو الوقف عن ممارسة نشاطه مؤقتا أو بصفة نهائية .

ميعاد التظلم

٤١ - نظراً لأن المادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية لم تحدد مدة معينة للتظلم من قرار الهيئة بالامتناع عن القيد أو برفضه أو بشطب القيد أو بوقفه ، فإنه تطبيقاً للفقرة الثانية من المادة (٥١) من القانون يكون ميعاد التظلم من القرار ثلاثين يوما[١].

ويبدأ ميعاد التظلم بالنسبة لقرار الامتناع عن القيد بعد مضى المدة المقررة للهيئة لكي تبت فى قرار القيد في السجل ، وهى ثلاثين يوما من تاريخ تقديم الطلب مستوفيا كافة المستندات أو من تاريخ قيام المدير بهذا الاستيفاء المطلوب. أما بالنسبة للقرارات (الايجابية) الصادرة برفض القيد أو بشطبه أو بوقفه فان ميعاد التظلم منها يبدأ من تاريخ إخطار مدير الاستثمار بهذا القرار ، وفى حالة عدم إخطاره يبدأ ميعاد التظلم من تاريخ علمه بهذا القرار [٢]، ويقصد بالعلم فى هذا المجال العلم اليقينى بالقرار لا العلم الظنى أو الافتراضى [٣].

اجراءات تقديم وقيد التظلم

٤٢ - حددت اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٤٢ [٤]، إجراءات تقديم التظلم والبت فيه ، فأوجبت أن يقدم التظلم من أصل وست صور ، وأن يكون مشتملا على بيانات معينة هى : اسم مدير الاستثمار

(١) راجع أيضا المادة ٢٠٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع المادة ٥١ من القانون سالف الذكر وأيضا المادة ٢٠٥ من لائحته التنفيذية .

(٣) راجع تفصيلا بشأن الطعن بالالغاء على القرارات الادارية عموماً : د/ سعد عصفور و د/ محسن خليل ، القضاء الادارى ، منشأة المعارف بالأسكندرية . بدون سنة طبع ، ص ٤١٢.

(٤) راجع المواد من ٢٠٦ إلى ٢٠٩ .

وغرضه وعنوانه ، تاريخ صدور القرار المتظلم منه وتاريخ إخطار المتظلم أو علمه بهذا القرار . بالاضافة إلى موضوع التظلم والأسباب التي بنى عليها ، ويرفق بالتظلم المستندات المؤيدة له ، وأخيراً يقدم المتظلم الايصال الدال على سداد مبلغ خمسة آلاف جنيه ، وهذا المبلغ يرد إلى المتظلم إذا صدر قرار لجنة التظلمات لصالحه بعد خصم ١٠٪ منها كمصروفات إدارية [١].

وينشأ بالهيئة مكتب للتظلمات يزود بعدد من العاملين بالهيئة ، يتولى تلقى التظلمات وقيدها بالسجل المعد لذلك في يوم ورودها ، وعلي المكتب أن يرد إلي المتظلم صورة من تظلمه مثبتا عليها رقم القيد وتاريخه (م ٢٠٧ من اللائحة) .

ويقوم المكتب بعرض التظلم فور وروده على رئيس لجنة التظلمات لاتخاذ إجراءات عرضه عليها لنظره ، وللجنة أن تطلب ماتراه من إيضاحات ذوى الشأن ومستنداتهم (م ٢٠٨/١ من اللائحة) .

البت فى التظلم والاخطار بالقرار

٤٣ - أوجبت الفقرة الثانية من المادة ٢٠٨ من اللائحة التنفيذية على لجنة التظلمات أن تبت فى التظلم خلال ستين يوما . تبدأ هذه المدة من تاريخ عرض التظلم عليها ، اذا كان قد عرض عليها مستوفيا ، أما إذا طلبت اللجنة من ذوى الشأن تقديم ايضاحات أو مستندات معينة ، فإن المدة المحددة للبت فى التظلم (٦٠ يوم) تبدأ من تاريخ استيفاء الايضاحات أو المستندات التي طلبتها اللجنة ، ويثبت هذا التاريخ بموجب إيصال استلام يوقع عليه من الموظف المختص .

(١) راجع المادة ١١١ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

ويخطر مكتب التظلمات صاحب الشأن بصورة معتمدة من قرار اللجنة بالبت في التظلم والأسباب التي بنى عليها ، وذلك بكتاب موصى عليه بعلم الوصول (م ٢٠٩ من اللائحة سالفة الذكر) .

وقد أعطت اللائحة التنفيذية (م ٣/٢٠٨) حجية قوية لقرارات اللجنة الصادرة بالبت في التظلم ، حيث جعلت هذه القرارات نهائية ونافذة ، سواء صدرت برفض التظلم وتأييد قرار الهيئة أو بقبول التظلم وإلغاء قرار الهيئة ، وبالتالي قيد مدير الاستثمار في السجل المعد لذلك لديها .

ومن الملاحظ أن المشرع لم يضع حلا للحالة التي تمضي فيها المدة المحددة للبت في التظلم دون قيام لجنة التظلمات بذلك ، فهل يعتبر رفضا للتظلم أم قبولا له ؟ وهنا يكون إعتبار الموقف بمثابة رفض للتظلم ، ولايجوز إعتباره قبولا له ، لأن قبول التظلم يترتب عليه آثار فورية تجعل قرار رفض القيد في سجل مديري الاستثمار كأن لم يكن ، وبالتالي ضرورة قيد مدير الاستثمار في السجل المعد لذلك لدى الهيئة ، وهي آثار قد يترتب عليها اضرارا بالمصلحة الاقتصادية . كما أن هذا هو القاعدة العامة في حالة عدم إجابة السلطات المختصة على التظلم في القرارات الادارية طبقا للمادة ٢٤ من قانون مجلس الدولة [١].

دعوى إلغاء قرار الهيئة بعدم قيد المدير

٤٤ - يلجأ مدير الاستثمار إلي القضاء الاداري للطعن بالإلغاء على قرار الهيئة العامة لسوق المال بالامتناع أو برفض قيد مدير الاستثمار أو

(١) راجع المادة ٣/٥١ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع د/ سعد عصفور ، ود/ محسن خليل ، القضء الاداري ، ص ٤١٧.

بشطب القيد أو بوقفه ، إذا أصدرت لجنة التظلمات قرارها برفض التظلم الذى تقدم به إليها مدير الاستثمار أو إذا لم تبت فى التظلم المعروض عليها خلال المدة المحددة (٦٠ يوم) لأن ذلك يعتبر بمثابة رفض التظلم .

وتخضع دعوي إلغاء قرار الهيئة فى هذه الحالة للقواعد العامة المقررة للطعن فى القرارات الادارية [١]، حيث يجب أن تقام الدعوي خلال ستين يوما من تاريخ إخطار مدير الاستثمار بصورة من قرار رفض التظلم والأسباب التي بنى عليها بكتاب موصى عليه بعلم الوصول ، كما تقرر اللائحة التنفيذية [٢]. وفى حالة عدم البت فى التظلم المقدم من مدير الاستثمار خلال ستين يوما من تقديمه على النحو السابق ، فإن ميعاد دعوى الإلغاء يبدأ اعتباراً من إنتهاء مدة الستين يوما المقررة لنظر التظلم ، وتعتبر دعوي الإلغاء التي ترفع دون التظلم من القرار أو قبل إنتهاء مدته وقبل إعلان الادارة عن قرارها بشأن التظلم دعوى غير مقبولة [٣].

وعلى ضوء الحكم فى دعوى الإلغاء يتحدد مصير مدير الاستثمار فإما أن يقيد فى السجل المعد لذلك لدى الهيئة وذلك فى حالة الحكم بالغاء القرار المطعون عليه وإما أن يتأكد عدم قيده فى هذا السجل إذا صدر الحكم برفض الدعوى .

---

(١) راجع تفصيلا د/ سعد عصفور ود/ محسن خليل ، المرجع السابق ، ص ٣٦١ ومابعدها .
(٢) راجع المادة ٢٠٩ من اللائحة سالفة الذكر .
(٣) د/ سعد عصفور و د/ محسن خليل، المرجع السابق ، ص ٤٢١ ومابعدها .

الفصل الثانى

حقوق والتزامات مدير الاستثمار

تمهيد وتقسيم

٤٥ - أوجبت المادة ١٦٧ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أن يتضمن عقد إدارة صندوق الاستثمار بيانا خاصا تحدد فيه حقوق والتزامات طرفى العقد ، باعتبار أن من شأن ذلك إزالة أسباب الخلاف بينهما فى المستقبل ، فضلاً عن أنه يعتبر وسيلة لحماية حقوق المدخرين أصحاب وثائق الاستمار .

وعلى ذلك يتولى طرفى العقد تحديد حقوق والتزامات كل منهما طبقا لما يحقق مصالحهما ، مع مراعاة مايفرضه المشرع عليهما من قيود تحد من السعى وراء المصالح الخاصة وتهدف الى تحقيق المصلحة العامة ، التي تتمثل فى إنتظام وحسن أداء سوق الأوراق المالية بما يساعد علي جذب الاستثمارات وتوفير التمويل الازم لزيادة المشروعات الانتاجية .

ولما كانت العلاقة بين صندوق الاستثمار وبين مدير الاستثمار ينظمها عقد إدارة نشاط الصندوق ، وهو عقد وكالة ، فإن هذا العقد يرتب لكل طرف من طرفيه حقوقا ويلقى على عاتقه التزامات ، بحيث تمثل حقوق أحدهما التزامات على عاتق الآخر والتزامات الأخير حقوقا للأول .

ونظرا لأن موضوع البحث يدور حول المركز القانونى لمدير الاستثمار فإننا سنتناول هذه الحقوق والالتزامات ، سواء كانت إتفاقية أو قانونية ، بالنظر إلى مدير الاستثمار . وعلى ذلك سنقسم هذا الفصل إلى مبحثين

نتناول فى الأول : حقوق مدير الاستثمار ، أما المبحث الثانى : فنخصصه لدراسة التزاماته .

المبحث الأول

حقوق مدير الاستثمار

٤٦ - يعمل مدير الاستثمار بصفته وكيلاً عن الصندوق فى إدارة نشاطه ، ومن ثم يكون من المنطقى حصوله على أجر مقابل قيامه بأعمال الإدارة ، ولما كان مدير الاستثمار يقوم بهذه الأعمال لحساب الصندوق فإن ذلك يقتضى إسترداد المدير لكل المصروفات والنفقات التي تكبدها أثناء قيامه بأعمال الإدارة . ولذلك نتناول أولاً الأجر الذى يحصل عليه مدير الاستثمار ، ثم حقه فى استرداد النفقات والمصروفات والتعويض عن الأضرار.

أولا : الحصول على الأجر : Rémunération du gerant

٤٧ - يعتبر تحديد المقابل الذى يحصل عليه مدير الاستثمار نظير قيامه بإدارة نشاط الصندوق من البيانات الجوهرية التي يجب أن يتضمنها عقد إدارة الصندوق الذى يبرم بين شركة الصندوق ومدير الاستثمار . ولذلك أوجب المشرع [(١)]، أن يتضمن عقد إدارة الصندوق مجموعة من البيانات ، منها "مقابل الادارة الذى يتقاضاه مدير الاستثمار " .

ونظراً لأهمية هذا البيان بالنسبة لجمهور المدخرين الذين تدعوهم شركة صندوق الاستثمار للاكتتاب فى وثائق الاستثمار التي تصدرها ، فقد أوجب

(١) راجع المادة ١٦٧-٢ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

المشرع [١] أن تتضمن نشرة الاكتتاب فى هذه الوثائق بيانا عن أتعاب مدير الاستثمار .

وباشتراط المشرع تحديد مقابل الإدارة الذى يتقاضاه مدير الاستثمار يزول الخلاف حول طبيعة وكالته عن الصندوق حيث تنص المادة ١/٧٠٩ مدني على اعتبار " الوكالة تبرعية ، مالم يتفق على غير ذلك صراحة أو يستخلص ضمنا من حالة الوكالة " وذك على الرغم من أن طبيعة عمل مدير الاستثمار ، بصفته محترفا لهذا العمل تتنافى مع اعتباره عملاً تطوعيا لحساب الصندوق .

كيفية تحديد ودفع الأجر

٤٨ - الأصل أن يتفق الصندوق مع مدير الاستثمار ، باعتبارهما طرفى عقد الادارة ، على المقابل الذى يحصل عليه المدير نظير قيامه بأعمال الادارة ، وذلك طبقا لمبدأ حرية الارادة ، ويتم تحديد أتعاب المدير عادة بالحصول على نسبة من صافى أصول الصندوق ، كأن ينص العقد على أن يستحق مدير الاستثمار أتعابا عن إدارة الصندوق بواقع ١٪ سنويا من صافى أصول الصندوق تحسب وتسدد علي أقساط ربع سنوية فى نهاية كل فترة ربع سنوية .

وقد تحدد أتعاب مدير الاستثمار وميعاد دفعها إليه طبقا لشرائح [٢]

---

(١) راجع المادة ١٥٢-١٧ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

(٢)الشريحة الأولى حتى مليون جنيه : تسعة فى الألف من قيمة الأسهم وأربعة في الألف من قيمة الأوراق المالية الأخرى .

الشريحة الثانية من ١٠٠ إلى ٢٠٠ مليون جنيه : ثمانية فى الألف من قيمة الأسهم وثلاثة ونصف فى الألف من قيمة الأوراق المالية الأخرى .
==

يحددها جدول تنازلى un baréme dégressif . كأن ينص فى عقد الإدارة على حصول مدير الاستثمار علي أتعاب إدارة تقدر بنسبة مئوية من قيمة محفظة الأوراق المالية التي يملكها الصندوق تتراوح مابين ثلاثة في الألف وتسعة فى الألف سنويا وبحد أدنى خمسة فى الألف مثلاً ، وتقدر هذه النسبة سنويا وتسدد ربع سنوية بعد كل تقدير لقيمة المحفظة يتم بصفة دورية كل ثلاثة أشهر .

ورغم أن المشرع المصرى لم يضع قواعد خاصة لتحديد مقابل الإدارة وكيفية الوفاء به إلا أن هذا الأمر لا يخضع لمطلق سلطان إرادة شركة الصندوق ومدير الاستثمار ، لأن المشرع [(١)] أوجب علي الصندوق أن يخطر الهيئة العامة للاستثمار بصورة من عقد الادارة قبل تنفيذه لتتحقق من اتفاق أحكامه مع القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له . ومن هنا تفرض الهيئة رقابتها على مقابل الادارة المحدد فى العقد لتتحقق من أنه يتناسب مع قيمة المحفظة التى يملكها الصندوق والأعمال التي يكلف مدير الاستثمار القيام بها أم لا ، فإذا رأت الهيئة أن الطرفين قد إتفقا على تحديد الأتعاب بطريقة فيها مغالاة أو لا تتناسب مع قيمة المحفظة أو مع أهمية الأعمال الموكلة إلى مدير الاستثمار فإنها تطلب من الطرفين إدخال التعديلات التي تراها وتخطرهم برأيها فى العقد ، وذلك حماية لمصلحة المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار ، حتي لايحدث نوع من التواطؤ أو المجاملة لمدير الاستثمار على حساب هؤلاء المستثمرين الذين لا يشتركون فى تحديد الأجر ولا صياغة

== الشريحة الثالثة من ٢٠٠ مليون جنيه فأكثر : سبعة في الألف من قيمة الأسهم وثلاثة فى الألف من قيمة الأوراق المالية الأخرى .

(١) راجع المادة ١٦٦ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

شروط العقد ولا إدارة الصندوق ، رغم أنهم يتحملون نتائج استثماراته من ربح أو خسارة . فإذا التزم الصندوق برأى الهيئة فى العقد فإنه يحصل على إقرارها له ، وإن لم يلتزم بإجراء التعديلات المطلوبة فإن ذلك يكون مبرراً لرفض منحة الترخيص أو اجراء قيده فى سجل مديرى الاستثمار أو سحب هذا الترخيص أو القيد أو وقفه إذا كان قد حصل عليه من قبل .

٤٩ - وتعتبر البيانات التي تحدد أتعاب المدير rémunération du gerant من الشروط الجوهرية فى القانون الفرنسى أيضاً ، سواء فيما يتعلق بعقد إدارة محفظة الأوراق المالية [١] عموماً أو فى نظام rdglementتأسيس صندوق الاستثمار المشترك fonds communs de placement خصوصا ، حيث يشمل المقابل الذى يحصل عليه مدير صندوق الاستثمار نوعين من العناصر يمثل الأول العمولات commissions المقررة بمناسبة الاكتتاب souscription أو إعادة شراء حصص rachat des parts صندوق الاستثمار من المكتتبين . أما العنصر الثانى فيقابل نفقات أتعاب الإدارة frais de gestion التي يقتضيها تشغيل الصندوق [٢].

ونظراً لأهمية تحديد أتعاب rémunération مدير الصندوق فلم يتركها المشرع الفرنسى لتقدير الصندوق وإنما أوجب تحديدها بمقتضى قرار من وزير الاقتصاد بعد أخذ رأى لجنة عمليات البورصة la commission des operations de fourse [٣].

---

(١) راجع : M.STORCK, contrat de gestion de portfeuille , juris - classeurs , Banque et credit , fasc. 2210, No 55 et s.

(٢) راجع تفصيلاً : بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ٩٨ ومابعده.

(٣) راجع المادة ١٨ من القانون رقم ٥٩٤ لسنة ٧٩ الصادر في ١٣ يوليو ١٩٧٩ .

هذا بالاضافة إلى أن المشرع الفرنسى قد ألزم مدير صندوق الاستثمار بأن ينص فى النظام الأساسى للصندوق وفى نشرة الاكتتاب Bulletin de souscription على المقابل الذى يتحصل عليه والكيفية التي سيتم بها إستقطاع هذا المبلغ من الصندوق . وكل ذلك يخضع لرقابة لجنة عمليات البورصة عند عرض مشروع النظام projet de réglement الأساسي للصندوق عليها لإقراره approbation . وعندئذ إذا اكتشفت اللجنة أن المبلغ المحدد لا يتناسب مع نشاط المدير فإنها ستوجه ملاحظاتها إليه بذلك ، وهذا قد يؤدى إلى أن تؤجل اللجنة موافقتها علي مشروع النظام الأساسى حتى يتم استيفاء هذه الملاحظات [(١)] .

ويبدو السبب فى تشدد المشرع الفرنسى فى تحديد المقابل الذى يحصل عليه مدير صندوق الاستثمار ، عنه فى القانون المصرى ، في أن مدير صندوق الاستثمار في فرنسا هو الذى يؤسس الصندوق بالاتفاق مع البنك المودع لديه dépositaire الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله ، وبذلك فهو الذى يضع النظام الأساسى للصندوق بما فيه القواعد التى يتحدد على أساسها مقابل إدارة الصندوق ، وهذا الأمر يقتضى تدخل المشرع بوضع حد أقصى لايجوز لمدير صندوق الاستثمار أن يتجاوزه . وذلك على عكس الوضع فى القانون المصرى حيث أن مدير الاستثمار مستقل عن الصندوق ويربطهما عقد إدارة ، ومن ثم إكتفى المشرع برقابة الهيئة العامة لسوق المال على هذا العقد بما فيه تحديد مقابل الادارة الذى يتقاضاه مدير الاستثمار .

---

(١) راجع بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ١٠١.

مدى جواز تعديل أجر المدير

٥٠ - لما كان المقابل الذى يحصل عليه مدير الاستثمار يتم الاتفاق عليه في عقد ادارة نشاط صندوق الاستثمار على النحو السابق ، فإن الأصل هو سريان هذا الاتفاق وحصول المدير على المقدار المتفق عليه دون نقص أو زيادة بغض النظر عن النتيجة التي وصل اليها فى تأدية العمل المكلف به ، لأن التزام الوكيل هو فى الأصل التزام ببذل عناية وليس بتحقيق نتيجة ، مالم يتفق الطرفان على تعديل طبيعة التزام الوكيل ليصبح التزام بتحقيق نتيجة ولا يوجد مايمنع هذا الاتفاق [١] . وفى هذه الحالة لا يستحق الوكيل أجره كاملاً إلا إذا تحققت النتيجة المتفق عليها ، أما إذا لم تتحقق النتيجة فيمكن تخفيض الأجر ليحصل الوكيل على جزء نظير ماقام به من عمل . وكذلك الحكم لو حالت قوة قاهرة دون أن يؤدى الوكيل مهمته ، أو أصبحت تأدية الوكالة مستحيلة بغير خطأ من الموكل ، أو لم يُتم الوكيل تأدية مهمته ، حيث لايستحق الأجر أو يتم تخفيض الأجر المتفق عليه بحسب الأحوال ، تبعا لتقدير قاضى الموضوع . وكذلك يخفض مقدار الأجر المتفق عليه على سبيل التعويض ، إذا إرتكب الوكيل خطأ فى تنفيذ الوكالة يستوجب مسئوليته [٢] .

اذا كان حكم القواعد العامة السابق لا يثير صعوبات عندما ينطبق علي عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، باعتباره عقد وكالة ، إلا أن التساؤل يثور عن مدى جواز تعديل أجر مدير الاستثمار فى غير الفروض السابقة ، وذلك فى حالة ما إذا تبين لصندوق الاستثمار أن الأجر المتفق

---

(١) راجع د/ السنهورى ، المرجع السابق ، رقم ٢٧٦ ، ص ٦٦٧.

(٢) المرجع السابق ، رقم ٢٧٧ ، ٦٧١ ، وقرب هذا المعنى راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٢٩٢ ، ص ٤٢٥ .

عليه كان مبالغا فيه ، أو أنه وقع فى خطأ فى تقدير تناسب الأجر مع العمل الذى قام به المدير ، وكذلك الأمر بالنسبة لمدير الاستثمار هل يجوز له أن يطالب بتعديل الأجر المتفق عليه مطالبا بزيادته مدعيا أن العمل الذى قام به يزيد على الأجر المتفق عليه ، أو أنه وقع فى خطأ فى تقدير التناسب بين الأجر والعمل المكلف به ؟

الإجابة على التساؤلات السابقة لم يضع لها المشرع حكماً خاصاً فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولا فى لائحته التنفيذية ومن ثم تكون الاجابة عنها بالرجوع إلى القواعد العامة فى عقد الوكالة . وفيها نجد المادة ٧٠٩ مدنى تنص فى فقرتها الثانية على أنه " فإذا إتفق علي أجر للوكالة كان هذا الأجر خاضعاً لتقدير القاضى ، إلا إذا دفع طوعا بعد تنفيذ الوكالة " . ويرى الفقه[١] أن هذه القاعدة قد بنيت علي أساس الخطأ ، باعتبار أن التصرف القانونى الذى يُعهد به إلي الوكيل يكون عادة أصعب فى تقدير الأجر عليه لو قورن بالعمل المادى الذى يعهد به إلى المقاول ، ومن ثم فإن وقوع الطرفين فى الخطأ عند تقدير الأجر هو إحتمال وارد ، ويظهر ذلك بعد إنجاز الوكيل لمهمته، ومن هنا أجاز المشرع للقاضى التدخل لتصحيح هذا الخطأ ، سواء كان ذلك بزيادة الأجر أو بتخفيضه تبعاً لظروف الحال ، ومع ذلك فإنه لايجوز للقاضى أن يتدخل لتعديل أجر الوكيل ، سواء كان بالزيادة أو بالنقص ، إذا تم دفع الأجر المتفق عليه طوعا بعد تنفيذ الوكالة ، لأن ذلك يعنى تنازل كل طرف عن حقه فى المطالبة بتعديل الأجر ، كما أنه لايجوز للطرفين الاتفاق قبل تنفيذ الوكالة على تنازل كل منهما عن حقه فى تعديل الأجر طبقاً للمادة ٢/٤٠٩ مدنى ، ومع ذلك يجوز هذا الاتفاق بعد تنفيذ

(١) راجع د/ السنهورى ، المرجع السابق ، رقم ٢٧٧ ، ص ٦٧٤ ومابعدها .

الوكالة ، لأن كل طرف من الطرفين قد وقف على قيمة العمل الذى قام به الوكيل .

وإذا كانت القاعدة المقررة فى المادة ٢/٤٠ مدنى يمكن تطبيقها على عقد ادارة نشاط صندوق الاستثمار ، إلا أن الظروف الخاصة لهذا العقد تجعل تعديل مقابل الادارة المتفق عليه فى العقد أمرا صعب من الناحية الواقعية ، وذلك لأنه ليس من السهل القول بوقوع طرفى عقد الادارة فى خطأ وهما على قدر من الكفاءة والخبرة والتخصص يتنافي وإمكانية التسليم بذلك . فضلاً عن أن العقد يخضع لرقابة الهيئة العامة لسوق المال وهى جهة متخصصة تراقب اتفاق أحكام العقد مع القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له ، وذلك بهدف حماية الإدخار العام وسوق المال ، ومما تفرض عليه رقابتها تناسُب مقابل الإدارة المتفق عليه مع العمل الذى يكلف به مدير الاستثمار.

هذا بالاضافة إلى أن الحكم المقرر فى المادة سالفة الذكر ، كما قضت محكمة النقض المصرية ، يعتبر إستثناء من القواعد العامة التي تقضى بأن العقد شريعة المتعاقدين ، ومن ثم فلا يجوز التوسع فى تفسيره ، وبالتالى يشترط لاستعماله أن تكون هناك ظروف قد أثرت فى الموكل تأثيرا حمله على التعهد للوكيل بمقابل يزيد كثيراً عما يقتضيه الحال ، أو أثرت فى الوكيل فجعلته يقبل أجراً بخساً لا يتناسب مع العمل الذى أسند إليه ، أو كان الطرفان قد أخطئا في تقدير قيمة العمل موضوع الوكالة قبل تنفيذه ، بحيث إذا إنتفت هذه الاعتبارات تعين إحترام إرادة المتعاقدين واتباع القاعدة العامة التي تقضى بأن ما اتفق عليه الخصوم يكون ملزما لهم ، وهو مايوجب على القاضى إذا مارأى تعديل الأجر المتفق عليه بالزيادة أو النقص

أن يعرض فى حكمه للظروف والمؤثرات التي أحاطت بالمتعاقدين وأدت إلي الخطأ فى الاتفاق على مقابل غير مناسب حتى يتسنى لمحكمة النقض مراقبة ما إذا كان إطراحه لإرادة المتعاقدين يستند إلى إعتبارات معقولة أم لا ، وإذا كان الحكم المطعون فيه قد خفض مقدار أجر الوكالة دون أن يبين وجه الخطأ فى مقدار الأتعاب المتفق عليها فإنه يكون مشوبا بالقصور ويستوجب نقضه [١].

ثانياً : استرداد المصروفات والنفقات والحصول على التعويض عن الاضرار :

٥١ - لما كان مدير الاستثمار يعمل كوكيل عن صندوق الاستثمار فى إدارة نشاطه ، فإنه يجب ألا يتكبد فى سبيل ذلك مصروفات أو نفقات خارج نطاق مقابل الادارة المتفق عليه فى عقد إدارة نشاط الصندوق ، ومن أجل ذلك ألزمت المادة ٧١٠ من القانون المدني الموكل بأن يرد للوكيل ما أنفقه في تنفيذ الوكالة التنفيذ المعتاد مع الفوائد من وقت إنفاق هذه المبالغ ، وذلك مهما كان حظ الوكيل من النجاح فى تنفيذ الوكالة .

ومن أمثلة هذه النفقات والمصروفات عمولات السماسرة الذين يلجأ إليهم مدير الاستثمار لبيع وشراء الأوراق المالية التي تتكون منها محفظة الأوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق .

وقد قررت المادة ٧١١ من القانون المدني أن " يكون الموكل مسئولاً عما أصاب الوكيل من ضرر دون خطأ منه بسبب تنفيذ الوكالة تنفيذاً معتاداً. وعلى ذلك يكون صندوق الاستثمار مسئولاً عما أصاب مدير نشاطه من ضرر

(١) راجع حكم النقض المدنى بتاريخ ٢٦ فبراير ١٩٧٠ ، مجموعة أحكام النقض ، المكتب الفنى لمحكمة النقض ، السنة الحادية والعشرون ، العدد الأول ، ١٩٧١ ص٣٢٩.

بسبب قيامه بأعمال الإدارة بالكيفية المتفق عليها ،التي لا تقل عن عناية الرجل الحريص [٢]، وذلك بشرط ألا يكون هناك خطأ من جانب مدير الاستثمار . وقد يتحقق ذلك عندما يلزم المشرع مدير الاستثمار بتقديم بيانات معينة توجد مستنداتها لدى شركة الصندوق وتقوم الشركة بحجب هذه البيانات عن المدير ومن ثم لا يستطيع تقديم البيانات المطلوبة فيتعرض لدفع الغرامة القررة عن ذلك .

(١) راجع المادة ١٧١ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

المبحث الثانى

إلتزامات مدير الاستثمار

تمهيد وتقسيم :

٥٢ - يلتزم مدير الاستثمار بادارة نشاط صندوق الاستثمار طبقا للأصول الفنية المقررة بشأن إدارة صناديق الاستثمار ، وهو فى سبيل ذلك يجب عليه إحترام القواعد الخاصة الواردة فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ، بالاضافة إلي القواعد التي تم الاتفاق عليها فى عقد الادارة المبرم بينه وبين الشركة التي أسست الصندوق . وهذا ماتقرره أيضا القواعد العامة لعقد الوكالة حيث تقرر التزام الوكيل بتنفيذ الوكالة دون أن يتجاوز حدودها المرسومة (م ١/٧٠٣ مدنى).

كما يلتزم مدير الصندوق بامساك الدفاتر والسجلات اللازمة لادارة نشاط الصندوق واعداد حساباته عن ذلك . هذا بالاضافة إلى الالتزام برد مايكون للصندوق من أموال تحت يد مدير الاستثمار وهذا الالتزام يقتضى تناول علاقته بالبنك الذى أوجب المشرع [(١)] ، أن تودع لديه الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أموالا فيها .

ولما كانت ادارة نشاط الصندوق هي محور التزامات مدير الاستثمار فإننا سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين : نخصص الأول لهذا الموضوع ، ثم نتناول فى الثانى التزام مدير الصندوق بامساك السجلات واعداد حسابات الصندوق ، ورد ما للصندوق لدي المدير من أموال .

---

(١) راجع المادة ٣٨ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

المطلب الأول

الالتزام بإدارة نشاط صندوق الاستثمار

تمهيد :

٥٣ – إذا كانت إدارة نشاط صندوق الاستثمار ينظر إليها على أنها إلتزام يقع على عاتق مدير الاستثمار فى مواجهة شركة الصندوق وأصحاب وثائق الاستثمار في الصندوق ، إلا أنه يمكن النظر إليها أيضا باعتبارها سلطة pouvoir يستمدها مدير الاستثمار من عقد الادارة والقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٥ ولائحته التنفيذية ، ولذلك ينبغى على شركة الصندوق أن تهيئ له الوسائل والظروف التي تساعده على القيام بمهمته على النحو المقرر قانوناً ، وبذلك يبدو الارتباط وثيقا بين التزامات مدير الاستثمار والسلطات التي يتمتع بها في سبيل تنفيذ هذه التزامات [١].

لما كان الأمر كذلك فإنه ينبغى أولاً بيان المقصود بإدارة نشاط الصندوق التي تدخل فى إختصاص مدير الاستثمار ومدى استقلاله في القيام بها . ثم نتناول المعيار الذى يقاس به أداء مدير الاستثمار لكي يقال أنه أدى مهمته أم قصر فى أدائها ، وأخيراً نتكلم عن الأعمال التي حظرها المشرع على مدير الاستثمار .

أولا : المقصود بادارة نشاط الصندوق :

٥٤ – عند الحديث عن ادارة صندوق الاستثمار ينبغى التمييز بين الادارة العامة للصندوق والادارة الفنية له .

---

(١) راجع : شارتيه ، المرجع السابق ، رقم ١١٣.

٥٥ - **الادارة العامة لصندوق الاستثمار** ، وتتضمن تمثيل الصندوق أمام الغير ووضع السياسية الاستثمارية la politique d'investissement له ، من حيث ما إذا كان نشاطه سيتركز على نوع معين من الأوراق المالية أو في مجال معين من المجالات الاقتصادية ، وأيضا تحديد مدة الصندوق ورأس ماله وعدد الوثائق التي ستطرح للاكتتاب العام وكيفية الاكتتاب فيها .

فهذه الادارة يختص بوضعها مجلس إدارة الشركة التي أنشأت الصندوق[١] ، أو كما يطلق عليها المشرع مجلس إدارة الصندوق [٢] ، وهو يستعمل سلطاته في هذا الشأن دون تدخل من مدير الاستثمار ، لأنها تتعلق بتأسيس الصندوق ، ومدير الاستثمار ليس مؤسسا للصندوق كما هو الحال في القانون الفرنسي حيث يقوم هو بوضع السياسة الاستثمار للصندوق ضمن بيانات النظام reglement الأساسي لصندوق الاستثمار المشترك [٣]. كما أن مدير الصندوق يمثل أصحاب الحصص في مواجهة الغير ، لأن صندوق الاستثمار في القانون الفرنسي لا يتمتع بالشخصية الاعتبارية personnalité morale ، وإنما هو نوع من الملكية علي الشيوع un copropriété [٤] ، ولذلك قرر المشرع [٥] أنه في جميع الحالات

---

(١) ولذلك أوجب المشرع أن تتضمن نشرة الاكتتاب أسماء أعضاء مجلس ادارة الصندوق والمديرين المسئولين عن الادارة العامة . (م ١٥٢ - ١٠) من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع المواد ١/٣٥ و ٣٩ من اقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ و ١٤٢ ، ١٥٢ من لائحته التنفيذية.

(٣) راجع : بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ٧٥ ، ألن فياندیه ، المرجع السابق ، ص٢٥٢.

(٤) راجع المادة الأولى من القانون ٥٩٤ لسنة ١٩٧٩ الصادر في ١٣ يوليو ١٩٧٩ .

(٥) راجع المادة الثانية من قانون ١٣ يوليو ١٩٧٩ سالف الذكر .

التى يشترط فيها قانون الشركات أو الأوراق المالية بيان اسم صاحب الصك Titulaire du titre ، وكذلك بالنسبة لجميع العمليات التى تتم لحساب الشركاء فى الشيوع copropriétaires ، فإن تسمية la designation صندوق الاستثمار المشترك fonds communs de placement تكون صالحة لأن تحل substituee محل جميع الشركاء فى الشيوع ، وعلى ذلك فهو يمثلهم فى الدعاوى القضائية toute action en justice ، سواء الادعاء en demande أو فى الدفاع en defense [(١)] .

ونظرا لأهمية الادارة العامة لصندوق الاستثمار فقد أوجب المشرع أن تتضمن نشرة الاكتتاب فى وثائق إستثمار الصندوق بيانات[(٢)] يتمكن المكتتبين من خلالها معرفة توجهات الصندوق ومن ثم يتخذون قرارهم بالاكتتاب في هذه الوثائق أم لا . كما أن سياسة الادارة العامة للصندوق والأشخاص القائمين عليها يعرضون ، ضمن بيانات طلب الترخيص للصندوق، على الهيئة العامة لسوق المال لكى تعتمدها وتتأكد من حماية مصلحة المدخرين .

وتوضع قواعد الادارة العامة لصندوق الاستثمار باستقلال عن المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار ، لأنها توضع عند تأسيس الصندوق ، أى قبل إنضمامهم إليه بالاكتتاب فى هذه الوثائق . وهذا هو الوضع أيضا فى القانون الفرنسى حيث لا يشارك المكتتبين les souscripteurs فى وضع نشرة الإكتتاب التي تعتبر بمثابة عقد إنضمام un contrat d'adhesion

(١) راجع بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ٧٦ ، شارتيه ، المرجع السابق ، رقم ١١٥ ، ١١ .
(٢) راجع : بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ٧٥ ، ألن فياندية ، المرجع السابق ، ص ٢٥٢ .
(٣) راجع المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

إما أن يقبلها المكتتب كاملة وإما أن يرفضها كاملة ، وبالتالى لا يكتتب فى وثائق الصندوق .

ولكن إذا أرادت شركة الصندوق أن تعدل السياسية الاستثمارية والبيانات الرئيسية التي تضمنتها نشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار فقد حظر عليها المشرع[١] القيام بذلك إلا بعد موافقة حملة الوثائق ، وذلك من خلال جمعية عامة لجماعة حملة الوثائق تتم الدعوة لإجتماعها ونصاب الحضور والتصويت فيها للأحكام والقواعد الواردة فى اللائحة التنفيذية[٢] بالنسبة لجماعة حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى .

أما في القانون الفرنسى [٣]، فإن تعديل نظام les nodification au réglement الصندوق يتم طبقا للقواعد التى اتبعت فى إعداده son etablissement أى أن يقوم بها مدير الصندوق بالاتفاق مع البنك المودع لديه dépositaire طبقا للشروط الإلزامية les stipulations obligatoires التي تحددها اللائحة التنفذية ، ومع ذلك فقد قرر المشرع عدم سريان n'entrent en vigueur هذه التعديلات إلا بعد مضى ثلاثة أشهر من تاريخ إخطار notification أصحاب الحصص les porteurs de parts أو وكلائهم leurs mandataires بهذه التعديلات . وقد هدف المشرع الفرنسى من ذلك إلى حماية مصلحة أصحاب الحصص فى صندوق الاستثمار . وقد انتقد الفقه الفرنسى السماح للمدير والمودع لديه

---

(١) راجع المادة ١٤٥ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

(٢) راجع المواد من ٧٠ إلي ٨٤ من اللائحة المشار اليها .

(٣) راجع المادة ١٦ من القانون رقم ٥٩٤ لسنة ١٩٧٩ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ .

بتعديل نظام الصندوق بدون تحديد سلطاتهم فى هذا الشأن ومراعاة الحقوق الأساسية droits fondamentaux لأصحاب الحصص ، ويرى أن مجرد اشتراط إخطار هؤلاء الأخيرين بالتعديل لا يكفى لحماية مصالحهم ، وإنما يجب عرض هذا التعديل على لجنة عمليات البورصة لإقراره كما هو الشأن بعد وضع النظام عند تأسيس الصندوق وحصوله عى الترخيص لأن مصلحة أصحاب الحصص لا يمكن القول برعايتها بدون هذا الاجراء ، حيث لن تقبل هذه اللجنة التعديلات التي يتم إدخالها على نظام الصندوق إذا كانت تمثل تغيير جوهرى changement fondamental للنظام الأصلي originaire للصندوق (١).

٥٦ ـ الإدارة الفنية : GESTION TECHNOCRATIQUE

وتعنى وضع الاستراتيجية اللازمة لتنفيذ السياسة الأستثمارية للصندوق ، التى سبق وحددتها الشركة التى أنشأت الصندوق ، من حيث القيام بتكوين محفظة الأوراق المالية وإدارتها ، بالبيع والشراء ، تبعاً لمقتضيات السوق وطبقا للأصول والأسس الفنية للتحليل والتوقع والتنبؤ المتعارف عليها فى مجال إدارة محافظ الأوراق المالية . فإذا كانت السياسة الاستثمارية تضع تصور عام للأوراق المالية التى يتعامل فيها الصندوق وأوجه النشاط التى يستثمر الصندوق أمواله فيها ، فإن الإدارة الفنية تهتم بتنفيذ هذه السياسة من حيث الواقع بوضع الإستراتيجية المناسبة للتنفيذ . وهذه الاستراتيجية تختلف تبعاً لظروف السوق . فمثلاً إذا كانت سياسة الصندوق هى الأستثمار فى الأسهم والسندات فإن الإدارة

(١) راجع : شارتيه ، المرجع السابق ، رقم ٦٢ ، ٦٣.

الفنية هى التى تحدد النسبة التى تحتويها محفظة الصندوق من كل منهما وهذه النسبة قد تزيد أو تنخفض تبعاً لظروف الأسهم والسندات فى السوق . وكذلك فإن الإدارة الفنية هى التى تحدد المجالات الإقتصادية التى يستثمر فيها الصندوق والنسبة بين الأوراق المالية التى يستثمر فيها الصندوق والنسبة بين الأوراق المالية التى يمكن أن يتعامل فيها الصندوق فى كل نشاط .

وقد أراد المشرع المصرى أن يختار لهذا النوع من الإدارة جهة متخصصة فى مجال إدارة صناديق الأستثمار وأن تستقل هذه الجهة بإدارة نشاط الصندوق كله (١).

ومن الجدير بالذكر أن المشرع الفرنسى أيضاً قد إختار الإدارة الفنية كأسلوب لإدارة صناديق الاستثمار المشترك التى ينظمها الباب الأول من القانون ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ (٢) ، وفضل هذا الأسلوب فى إدارة هذه الوسيلة من وسائل الاستثمار عن أساليب الإدارة الأخرى مثل الإدارة الذاتية l'autogestion حيث يقرر المدخرين Les epargnants سويا شراء وبيع الأوراق المالية ، كما هو الشأن فى نوادى الأستثمار les clubs d'investissement ، أو أسلوب الإدارة الأرسطوقراطية la gestion aristocratique حيث يُمنح بعض المدخرين ، بسبب مهارتهم leur habilité أو عمرهم leur age ، سلطة إتخاذ قرار الاستثمار بالبيع

---

(١) المادة ١٦٣ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) مع مراعاة الفرق الهيكلى بين تنظيم صناديق الاستثمار فى القانون المصرى والقانون الفرنسى ، حيث يقوم مدير الصندوق فى القانون الأخير بوضع السياسة الاستثمارية (الادارة العامة) وتنفيذها أيضا (الادارة الفنية) باعتباره مؤسس الصندوق .

أو الشراء ويعتبر مجلس إدارة شركات المساهمة Le conseil d'administration des sociétés anonymes هو المثل النموذجى لهذه الفكرة [١].

ولما كانت الادارة الفنية للصندوق تعتمد على الكفاءة والتخصص فى مجال إدارة صناديق الاستثمار والتعامل فى الأوراق المالية خصوصاً ، وسوق رأس المال عموماً ، فإنه ينبغى أن يتمتع مدير الأستثمار بقدر كبير من الاستقلال فى إتخاذ القرارات اللازمة لإدارة نشاط الصندوق [٢] . وهذا الاستقلال يمنع شركة الصندوق من التدخل فى الإدارة الفنية بطريقة قد تعوق مدير الاستثمار عن أداء مهمته ، وإنما هى وضعت السياسة الاستثمارية والحدود التى يلتزم بها المدير في أداء مهمته ، وبالتالى عليها أن تتركه وشأنه فى إتخاذ قرارات الإدارة ذات الطبيعة الفنية ثم تحاسبه فى النهاية عن نتائج هذه الإدارة وتلاحقه بالمسئولية إذا أخطأ أو قصر فى بذل العنايه الواجبة .

كما يستقل مدير الأستثمار عن أصحاب وثائق الاستثمار فى إتخاذ القرارات المتعلقة بالإدارة الفنية ، حيث لا يتمتع هؤلاء بحق الرقابة controler على أعمال المدير ، وذلك بعكس الشركاء غير المديرين فى الشركات عموماً ، سواء كانت رقابة فردية كما هو الشأن في شركات الأشخاص أو رقابة جماعية فى الشركة ذات المسئولية المحدودة وشركات الأسهم .

ومن الجدير بالذكر أن حرمان أصحاب الحصص porteurs de

---

(١) راجع : ألن فيانديه ، المرجع السابق ، ص ٢٥١-٢٥٢.

(٢) راجع بشأن إستقلالية مدير الاستثمار ، د/ منى قاسم ، المرجع السابق ، ص ٧٥.

parts فى صناديق الاستثمار من الرقابة على تصرفات وقرارات مدير الصندوق ، هو من القواعد المقررة فى القانون الفرنسى أيضاً . وبذلك لا يكون أمام المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار أو الحصص من وسيلة للاعتراض على الإدارة الفنية للصندوق سوى الانسحاب منه بإسترداد ra-chat قيمة وثائقهم أو حصصهم [1] ، وهى وسيلة قد تؤدى إلى زوال الصندوق بأكمله إذا زادت حالات الانسحاب منه [2] هذا بالإضافة إلى حق هؤلاء الأشخاص في الشكوى من تصرفات مدير الأستثمار إلى الهيئة العامة لسوق المال بإعتبارها الجهة التى تتولى تطبيق أحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والقرارات الصادرة تنفيذاً له [3] .

وفى القانون الفرنسى خول المشرع لأصحاب الحصص فى صندوق الاستثمار الحق فى أن يطلبوا من القضاء عزل المدير La revocation du gerant ، وهذا يقتضى بالضرورة توافر خطأ تنعقد به مسئولية المدير بالاضافة إلى أن العزل يصدر بناء على قرار المحكمة بما لها من سلطة تقديرية في هذا الشأن [4] .

---

(١) راجع : ألن فيندية ، المرجع السابق ، ص ٢٥٩.

(٢) تنص المادة ١٦٢ من اللائحة التنفيذية للقانون سالف الذكر على أنه " ينقضى الصندوق إذا إنخفض عدد وثائق الاستثمار إلي ٥٠٪ من اجمالى عدد الوثائق المكتتب فيها ، مالم يقرر أغلبية حملة الوثائق إستمرار نشاطه فى اجتماع تدعو إليه الشركة ويحضره ممثل عن الهيئة .
ويجب على الشركة الدعوة إلى هذا الاجتماع خلال أسبوع من التاريخ الذى ينخفض فيه عدد الوثائق إلى الحد المشار إليه وإلا قامت الهيئة بالدعوة الى هذا الاجتماع .
وفى جميع الأحوال يجب أن يعقد الاجتماع خلال الأسبوع التالى لتوجيه الدعوة .
وينقضى الصندوق فى جميع الأحوال إذا إنخفض عدد الوثائق عن ٢٥٪ من العدد المكتتب فيه " .

(٣) راجع المادة ٤٣ من القانون المشار إليه .

(٤) راجع تفصيلاً : شارتيه ، المرجع السابق ، رقم ١٠٨ ومابعدها .

ويتمتع مدير الأستثمار بسلطات واسعة très larges pouvoirs فى إتخاذ القرارات المتعلقة بالإدارة الفنية لصندوق الأستثمار ،ولكن ليس معنى ذلك أنها سلطات مطلقة [(١)] وإنما تخضع لما يفرضه القانون وعقد الإدارة من قيود ينبغى عليه الإلتزام بها عند وضع الإستراتيجية المناسبة لتنفيذ السياسة الاستثمارية للصندوق

ومن الملاحظ أن المشرع المصرى قد تدخل بوضع القواعد اللازمة لضمان إستقامة تصرفات مدير الاستثمار مع الغرض من إنشاء صناديق الأستثمار وعدم الإنحراف بها عن هذا الغرض الذى رسمه المشرع ، بالإضافة إلى تحقيق أكبر قدر من الحماية للمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار ، وكل ذلك يتم من خلال إدارة سليمة لصندوق الاستثمار ، وهو ما نتناوله فى دراسة معيار إدارة صندوق الاستثمار كما وضعه المشرع المصرى ، وذلك بعد تحديد صاحب السلطة فى إستعمال الحقوق المقررة للأوراق المالية التى تتكون منها محفظة الصندوق ، وذلك فى الشركات التى أصدرت هذه الأوراق ، وخاصة الأسهم .

إستعمال الحقوق المقررة للأوراق المالية الموجودة فى محفظة الصندوق :

٥٧ - يرتبط بإدارة محفظة الأوراق المالية لصندوق الأستثمار موضوع إستعمال الحقوق المقررة للأوراق المالية ، وخاصة الأسهم والسندات الموجودة ضمن هذه المحفظة ، فى الشركات التى أصدرتها ،

---

(١) بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ٧٤.

حيث يخول السهم لصاحبه الحق فى حضور إجتماعات الجمعيات العامة للشركة والمشاركة فى التصويت le droit de vote على القرارات الصادرة عن هذه الجمعيات ، وكذلك حق التعيين فى مجلس إدارة الشركة ممثلاً عن رأس المال ، هذا بالإضافة إلى الحقوق الأخرى كحق الأفضلية le droit de préférence فى الأكتتاب عند إصدار الشركة أسهم زيادة رأس المال ، وأيضا حق الحصول على نصيب فى الأرباح وجزء من فائض التصفية عند إنقضاء الشركاء وبعد تصفيتها .

كما أن السندات les obligations التى تصدرها الشركات قد تخول لأصحابها ، فضلاً عن الحق فى الحصول على الفائدة والمزايا المالية المقررة ، الحق فى طلب تحويل هذه السندات إلى أسهم .

وهنا يثور التساؤل عما إذا كان إستعمال هذه الحقوق يدخل ضمن الإدارة العامة لصندوق الاستثمار وبالتالى يختص مجلس إدارته بإستعمالها ، أم أن إستعمال هذه الحقوق يعتبر من أعمال الإدارة الفنية والمالية financiere للصندوق ومن ثم تدخل ضمن سلطات مدير الاستثمار ؟

فى البداية يمكن القول بأن إستعمال الحقوق المالية المقررة للأوراق المالية التى تتكون منها محفظة الصندوق لا تثير أى تساؤل حيث يقوم مدير الأستثمار بإستعمالها ، بل إن ذلك يعتبر إلتزام عليه بإعتباره من أعمال الإدارة الفنية والمالية لمحفظة الصندوق . وكذلك يلحق بهذه الحقوق إستعمال حق الأفضلية عند الأكتتاب فى أسهم زيادة رأس مال الشركة . فجميع هذه الحقوق يستعملها مدير الأستثمار بإعتباره وكيلاً عن صندوق الاستثمار بموجب عقد الإدارة المبرم بينه وبين شركة الصندوق .

أما بالنسبة للتعيين فى مجلس الإدارة وإستعمال حق التصويت المقرر للأسهم الموجودة فى محفظة الصندوق فى الشركات التى أصدرت هذه الأسهم فهو أمر علي درجة كبيرة من الأهمية ، حيث يعتبر الوسيلة الأساسية لرسم سياسة هذه الشركات ، ومن ثم قد يستخدم لفرض السيطرة على الشركة إذا تمكن أحد المساهمين أو بعضهم من حيازة أكبر عدد من الأسهم الذى يجعل فى حيازته قدر من الأصوات يمثل الأغلبية اللازمة لإتخاذ القرار فى الجمعية العامة للشركة ، وخاصة فى ظل عدم إهتمام صغار المساهمين بحضور هذه الإجتماعات لشعور كل منهم بعدم جدوى أو عدم تأثير صوته على القرارات التى تصدر بالأغلبية المطلوبة ، ولذلك وضع المشرع [١] القواعد التى تنظم إستعمال حق التصويت بالصورة التى تضمن عدم الإنحراف به عن غايته ، وهى إصدار القرارات التى تحقق مصلحة وغرض الشركة وليس لتحقيق مصلحة شخصية لفئة معينة من المساهمين أو للإضرار بهم أو لجلب نفع خاص لأعضاء مجلس الادارة أو غيرهم دون إعتبار لمصلحة الشركة . فإذا تم الإنحراف بهذا الحق عن غايته فقد منح لكل ذى مصلحة الحق فى طلب إبطال القرار الصادر عن الجمعية العامة نتيجة هذا الإنحراف [٢] ، كما خول المشرع لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال وقف هذا القرار ، إذا توافرت شروط معينة [٣] .

---

(١) راجع المادة ٥٩ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادة ٢٠٨ من لائحته التنفيذية .

(٢) راجع المادة ٧٦ من القانون سالف الذكر .

(٣) راجع المادة ١٠ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ التي تنص على أنه : " لمجلس ادارة الهيئة بناء علي أسباب جدية يبديها عدد من المساهمين الذين يملكون ٥٪ على الأقل من أسهم الشركة وبعد التثبت وقف قرار الجمعية العامة للشركة التى تصدر لصالح فئة معينة من المساهمين أو للاضرار بهم أو لجلب نفع خاص لأعضاء مجلس الادارة أو غيرهم . ===

ونظراً لكل ذلك فقد ربط المشرع بين صفة المساهم وبين حضور إجتماعات الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها ومع ذلك أجاز للمساهم أن ينيب عنه شخص آخر فى إستعمال هذا الحق ، مع مراعاة أنه إذا كان الموكل من غير أعضاء مجلس الإدارة فإنه لا يجوز له توكيل أحد أعضاء مجلس الإدارة فى الحضور نيابة عنه . وقد إشترط المشرع لصحة النيابة أن تكون ثابتة فى توكيل كتابى وأن يكون الوكيل مساهماً . وفى كل الأحوال يعتبر حضور الولى الطبيعى أو الوصى أو ممثل الشخص الإعتبارى حضور للأصيل (١)

ولما كان مدير الاستثمار ليس مالكا للأوراق المالية ، ومنها الأسهم الموجودة ضمن محفظة الصندوق فإنه لا يجوز تعيينه فى مجلس إدارة هذه الشركات وليس له حضور إجتماعات الجمعية العامة لأى شركة من الشركات التى يستثمر الصندوق أمواله فى شراء بعض أسهمها . وإنما الذى يستعمل هذا الحق هو مجلس إدارة صندوق الاستثمار ، بإعتبار أنه هو المختص بالإدارة العامة للصندوق ، وهو صاحب صفة المساهم التى يرتبط بها التعيين فى مجلس الإدارة وحضور إجتماعات الجمعية العامة للشركة .

ومع ذلك يجوز لصندوق الاستثمار أن ينيب عنه مدير الاستثمار فى حضور إجتماعات الجمعيات العامة للشركات التى أصدرت الأسهم الموجودة ضمن حافظة الأوراق المالية للصندوق أو يرشحه ممثلاً له فى عضوية مجلس إدارة هذه الشركات .

== وعلى أصحاب الشأن عرض طلب إبطال قرار الجمعية العامة على هيئة التحكيم المنصوص عليها فى الباب الخامس من هذا القانون خلال خمسة عشر يوما من تاريخ صدور القرار ، فإذا انقضت المدة دون اتخاذ هذا الاجراء اعتبر الوقف كأن لم يكن " .

(١) راجع المادة ٥٩ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادة ٢٠٨ من لائحته التنفيذية .

وبذلك يجمع مدير الأستثمار بين الإدارة الفنية والمالية (شراء وبيع الصكوك وتغيير مكونات المحفظة) وأحد عناصر الإدارة العامة للصندوق ، وهو تمثل الصندوق فى مجلس الإدارة وإستعمال حق التصويت المقرر للأسهم التى يملكها الصندوق فى الشركات التى يستثمر جزء من أمواله فيها . ولكن يجب أن يكون ذلك بموجب توكيل كتابى . ولذلك إشترط المشرع أن ينص فى عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار على تحديد من يمثل الصندوق فى مجالس الإدارة والجمعيات العامة للشركات التى يستثمر الصندوق أمواله فى شراء بعض أسهمها [١].

ويجوز أيضا أن ينص عقد الإدارة على توزيع هذين الأمرين بين الصندوق ومدير الأستثمار ، كأن يحتفظ الصندوق بحق التصويت فى مجالس إدارة هذه الشركات ويقوم مدير الاستثمار بحضور الجمعيات العامة والتصويت على قراراتها ، أو العكس أن يخول مدير الاستثمار حق التمثيل فى مجلس إدارة هذه الشركات ويقوم الصندوق بحضور جمعياتها والتصويت على قراراتها [٢] . ولا شك فى أهمية تحديد ذلك فى عقد إدارة نشاط الصندوق حتى يمكن للهيئة العامة لسوق المال أن تراقب مدى سيطرة مدير الاستثمار على الشركات التى يستثمر الصندوق أمواله فى شراء أسهمها ، وخاصة إذا كان مدير الأستثمار أجنبياً . [٣]

---

(١) راجع المادة ١٦٧-٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٢٩٠ ص ٤٢١.

(٣) ومن الجدير بالذكر أن المشرع قد وضع عدة قواعد لمنع سيطرة بعض المساهمين على الجمعيات العامة للشركات ، ومن ذلك نص المادة ٨ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ التي تقرر أنه : لايجوز للمساهم أن يمثل فى اجتماع الجمعية العامة للشركة عن طريق الوكالة عددا من الأصوات يجاوز (١٠٪) من مجموع الأسهم الأسمية من رأس مال الشركة وبما لا يجاوز (٢٠٪) من الأسهم الممثلة فى الاجتماع " .

فإذا عُين مدير الاستثمار ممثلاً فى مجالس الإدارة والجمعيات العامة للشركات التى يستثمر الصندوق أمواله فى شراء بعض أسهمها ، فى هذه الحالة يلتزم المدير بإستعمال حق التصويت على النحو الذى يحقق مصلحة الصندوق ويتفق مع أهدافه ، وبما لا يضر بمصلحة المدخرين أصحاب وثائق الأستثمار . ويرى البعض (١) أنه يجوز لجماعة الشركاء (٢) إصدار التوجيهات لشركة الصندوق أو لشركة الإدارة (مدير الاستثمار) لمباشرة حق التصويت بما لا يتعارض مع مصالحهم . ويستند هذا الرأى إلى أن المشرع إعترف لهؤلاء بحق الإجتماع فى المادة ١٤٥/٢ـ٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ولكننا نرى أن هذه التوجيهات لا فائدة منها لأنها غير ملزمة لا لشركة الصندوق ولا لمدير الاستثمار ، لأن المشرع لم يُلزم أى منهم بالحصول على موافقة أو أخذ رأى جماعة حملة وثائق الأستثمار إلا بشأن قيام شركة الصندوق بتعديل البيانات الرئيسية لنشرة الأكتتاب فى وثائق الأستثمار (٣) . هذا بالإضافة إلى أن المشرع ألقى على شركة الصندوق ، وبالتالى مدير الأستثمار ، إلتزاما قانونيا يحظر عليه إتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الأستثمار (٤) . ولذلك يكون من

---

(١) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع والمكان السابقين .

(٢) يقصد بهم جماعة حملة وثائق الاستثمار ، وهم ليسو شركاء فى الشركة التي أنشأت الصندوق وانما هم فى مركز وسط بين المساهمين أو الشركاء فى الشركة وبين أصحاب السندات ، وهو مركز يشبه مركز المودعين فى شركات تلقى الأموال التي ينظمها القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ، راجع فى ذلك د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، رقم ٤٦٩ ، ص ٥٤٧.

(٣) راجع المادة ١٤٥/٢ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع الفقرة الأولي من المادة ١٤٥ سالفة الذكر .

حق شركة الصندوق أو مدير الأستثمار إستعمال حق التصويت ، سواء فى مجالس إدارات أو الجمعيات العامة ، فى إستقلال تام عن المدخرين أصحاب وثائق الأستثمار .

٥٨ ـ ومن الجدير بالذكر أن المشرع الفرنسى [١] قد منح مدير صندوق الأستثمار المشترك سلطة إستعمال الحقوق المقررة للأوراق المالية التى تتكون منها حافظة الصندوق فى الشركات التى أصدرت هذه الأوراق ، كالتصويت فى الجمعيات العامة voter aux assemblées لهذه الشركات أو حق الأكتتاب droit de souscription فى زيادة رأس المال والحصول علي المخصصات المقررة attributions attachés للأوراق التى يضمها الصندوق[٢]

وذلك على أساس أن الصندوق يعتبر نوع من الشيوع فى ملكية الأوراق المالية une copropriété de valeurs mobilières ولا يتمتع بالشخصية الإعتبارية personnalité morale ، ومن ثم كان إعتراف المشرع لمدير الصندوق بتمثيله أمام القضاء والغير وفى إستعمال الحقوق المقررة لهذه الأوراق المالية حلاً لمشكلة القواعد العامة التى تقتضى أن يذكر الوكيل إسم الموكل فى جميع التصرفات والأعمال التى يقوم بها لحسابه ، وهذا أمر يعطل إدارة صندوق الاستثمار ، نظراً لكثرة عدد الشركاء فى الشيوع . ولذلك قرر المشرع أن ذكر إسم صندوق الاستثمار يغنى عن ذكر إسم أصحاب الحصص فى جميع الحالات التى

---

(١) راجع المادة ١٠ من القانون رقم ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ .

(٢) راجع ، شارتيه ، المرجع السابق . رقم ١١٨.

يشترط فيها قانون الشركات والأوراق المالية ذكر إسم صاحب الصك titulaire du titre حيث يحل إسم الصندوق محل جميع الشركاء في الشيوع [١] .

ومع ذلك يذهب رأى فى الفقه الفرنسى [٢] إلى القول بأنه لا يمكن تعيين مدير صندوق الأستثمار مدير être nomme administrateur أوعضو مجلس رقابة memtre du consiel de surveillance فى الشركة التى يستثمر الصندوق أمواله فى شراء بعض أسهمها . وذلك لأن مدير الصندوق ليس هو مالك الأسهم التى يستثمر أموال الصندوق فيها ، وإنما هى مملوكة على الشيوع لأصحاب الحصص les portEurs de ports . بالإضافة إلى أن الصندوق لا يستطيع تعيين المدير ممثلاً له فى الشركات التى يستثمر أمواله فى شراء بعض أسهمها ، لأن الصندوق لا يتمتع بالشخصية الإعتبارية ، وهذا يمنع الصندوق ذاته من التعيين كمدير أو عضو رقابة فى هذه الشركات . وقد إنتقد جانب من الفقه الفرنسى[٣] هذا الوضع بإعتبار أن الدافع إلي عدم الإعتراف بالشخصية الإعتبارية لصندوق الاستثمار المشترك هو هدف ضريبى fiscal وأنه يؤدى أيضا إلى حرمان أصحاب الحصص فى الصندوق من التعيين فى مجلس إدارة شركات المساهمة ، لأن هؤلاء يملك كل منهم جزء فى مجموع Une fraction de L'ensemble الأموال والأسهم التى يتكون منها الصندوق ، وليس

---

(١) راجع المادة ٢ من القانون ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ ، وخاصة التعيين فى مجلس الادارة .

(٢) راجع بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ٨٠.

(٣) راجع ، ألن فياندبه ، المرجع السابق ، ص ٢٥٠ - ٢٥١.

لأى منهم حق مفرز على مال بذاته ، كعدد من الأسهم مثلاً وهذا يحرمهم من إستعمال حقهم فى أن يصحبوا فى مركز مدير الشركة ، لأنه حق خاص بالمساهمين فيها . وبذلك يكون أصحاب الحصص فى الصندوق قد وضعوا أموالهم فى الشركة بشراء أسهمها ورغم ذلك فليس لهم من يمثلهم للدفاع عن مصالحهم فى مجليس إدارة الشركة كالمساهمين الآخرين ، وهذا يعرض مصالحهم للخطر . ولذلك يرى أصحاب هذا الرأى أن حل هذه المشكلات يتمثل فى الإعتراف للصندوق بالشخصية الإعتبارية .

ثانياً : معيار الإدارة الحسنة لنشاط الصندوق :

٥٩ ـ لما كانت عمليات البورصة les opertations de bourse تتميز بطابعها الإحتمالى le caractere aléatioere فإنه لا يمكن القول بأن مدير الاستثمار يلتزم بنتيجة معينة هى زيادة قيمة plus-values الأموال التى يستثمرها الصندوق (١) ، وإنما يلتزم بإدارة هذه الأموال إدارة حسنة تتفق مع القواعد المتعارف عليها فى مجال إدارة صناديق الاستثمار . وهذه القواعد يمكن صياغة بعضها فى قواعد تشريعية أو تنظيمية ولكن لا يمكن القول بأنه يمكن الإحاطة بها جميعاً من خلال هذه القواعد ، بل لا ينبغى ذلك أيضاً حتى تكون هناك فرصة للقائمين على إدارة الصندوق لاتخاذ القرارات الاستثمارية التى تتناسب مع تغيرات

---

(١) راجع :

A . LEBORGNE , Responsabilite civile et operations sur le morche boursier , Rev. Tre . dr . com. 1995 , p. 277.

السوق [١] . ولذلك يكون من الأفضل وضع معيار عام يخضع له مدير الاستثمار فى إدارة نشاط الصندوق ، ثم تحديد بعض الأعمال التى لا يجوز له القيام بها لحساب الصندوق ، وبعد ذلك يترك له حرية التصرف فى إتخاذ القرار الإستثمارى الذى يرى أنه يحقق مصلحة الصندوق ، وهذا ما أخذ به المشرع المصرى عندما ألزم مدير الأستثمار بأن يبذل فى إدارة أموال الصندوق عناية الرجل الحريص [٢] ، ثم حظر عليه القيام بأعمال وتصرفات معينة .

واعتناق المشرع المصرى معيار الرجل الحريص Bon Pere de famaille لقياس مدى حسن تصرف مدير الاستثمار فى إدارة نشاط الصندوق يكون قد خالف القواعد العامة التى تفرض على الوكيل أن يبذل فى تنفيذ الوكالة عناية الرجل العادى إذا كانت الوكالة بأجر (م ٧٠٤ مدنى) .وخروج المشرع عن القواعد العامة فى تحديد معياد الإدارة الحسنة فى هذا المجال أمر منطقى بالنظر إلى خصوصية موضوع الوكالة وما تحيط به من ظروف تتطلب من الوكيل بذل عناية خاصة تزيد عن عناية الرجل العادى وتبلغ معيار الرجل الحريص الذى يتولى إدارة الأعمال بذكاء وحرص وفطنة ووعى وبصيرة [٣] تتناسب مع طبيعة المخاطر التى يتعرض لها رأس المال المستثمر فى سوق الأوراق المالية . ومن أجل ذلك وضع المشرع شروطا معينة فى مدير الاستثمار تضمن توافر الكفاءة والخبرة وحسن السمعة

---

(١) راجع فى أهمية تحديد معيار الادارة السليمة لحافظة الأوراق المالية ، د. حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٣٧ ، ولذات المؤلف ، شركات الاستثمار ، طبعة ١٩٨١ ، ص ١٧١ ومابعدها .

(٢) راجع المادة ١٧١ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، ص ٤٩٨.

واليسر المالى الذى يؤهله لإدارة نشاط صندوق الأستثمار ويحافظ على حقوق المدخرين .

مضمون معيار الرجل الحريص :

٥٩ ـ تقتضى إدارة نشاط صندوق الاستثمار وفقا لمعيار الرجل الحريص أن يلتزم مدير الاستثمار بأهداف الصندوق وخطته الاستثمارية ، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق فى كل تصرف أو إجراء بما فى ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق وتنويع أوجه الاستثمار وتجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين فى شركة الصندوق والمتعاملين معه [١] . كما يفرض عليه هذا المعيار أن يمتنع عن العمليات التى تعرض مصالح الصندوق للخطر بصورة تتنافى والهدف من تأسيسه ، فضلاً عن الأعمال التى حظرها المشرع علي صناديق الاستثمار أو منعه عقد الإدارة من القيام بها . وعلى مدير الاستثمار فى كل ذلك مراعاة الدقة فى تنفيذ وإحترام القواعد القانونية المفروضة علي من يتعامل فى سوق الأوراق المالية.

وعلى ذلك نتناول ما يقتضيه هذا المعيار من مدير الاستثمار سواء فيما يتعلق بتكوين محفظة الأوراق المالية أو بإدارة هذه المحفظة .

٦٠ ـ فبالنسبة لتكوين محفظة الأوراق المالية للصندوق ، يجب على مدير الاستثمار أن يلتزم فى تكوين محفظة الأوراق المالية بالمبادىء والأسس التى يتبعها مدير الأستثمار الحريص [٢] ، والتى تتمثل فى

---

(١) راجع المادة ١٧١ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع بشأن المبادئ التى يرتكز عليها تكوين المحفظة ، د/ محمد عثمان اسماعيل ، المرجع السابق .

تكوين المحفظة طبقا لمبدأ توزيع المخاطر [١] la division des risques ، الذى يقتضى منه **أولاً** تحديد مخاطر الاستثمار limitation des risques فى الأسواق المالية وذلك بالحرص على تكون الحافظة من أوراق مالية جيدة النوع titre de bonne qualité ترتفع أسعارها فى البورصة بصورة منتظمة وتبتعد عن الصعود أو الهبوط المفاجىء الذى يتنافى مع رغبة المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار . وإنتخاب الصكوك من هذا النوع يتم بناء على قاعدة المعلومات المتوافرة لدى مدير الاستثمار عن الجهات مصدرة الأوراق المالية المتداولة فى البورصة أو خارجها ، حيث يقوم بتحليل هذه المعلومات والبيانات للوقوف على ماضى وحاضر ومستقبل المشروعات التى تقوم عليها هذه الجهات ، سواء كانت الشركات أو الدولة .

وينبغى على مدير الاستثمار أن يراعى فى تكون المحفظة ما يفرضه المشرع من قواعد تتعلق بالأوراق المالية التى يجوز لصندوق الاستثمار التعامل فيها ، حيث يتدخل المشرع بوضع هذه القواعد حماية لمصلحة المدخرين . وعلى ذلك حظر المشرع المصرى [٢] على مدير الأستثمار أن يشترى أسهما غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية فى مصر ، وذلك فيما عدا أسهم شركات قطاع الأعمال العام ، أو أن يشترى أوراقا مالية غير مقيدة فى بورصة بالخارج أو مقيدة فى بورصة غير خاصة لإشراف سلطة رقابية حكومية. وذلك لأن قيد الورقة المالية فى بورصة تخضع لرقابة حكومية يلزم الجهة التى أصدرت هذه الورقة بنشر بيانات عن مركزها المالي يساعد

---

(١) راجع تفصيلا د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، ص ٥٢٣ ومابعدها .

(٢) راجع المادة ١٦٩ - ٧ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

مدير الاستثمار علي إنتخاب الصكوك الجيدة دون المخاطرة بأموال المدخرين .

وكذلك القواعد التي تضع حدود معينة لاستثمار أموال الصندوق فى الأوراق المالية ، حيث تشترط المادة **١٤٣ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥** لسنة ١٩٩٢ ما يأتى :

١ - ألا تزيد نسبة مايستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠٪ من أصول الصندوق وبما لايجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة .

٢ - ألا تزيد نسبة مايستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠٪ من أمواله وبما لايجاوز ٥٪ من أموال كل صندوق مستثمر فيه .

كما يجب على مدير الاستثمار أن يلتزم يالسياسة الإستثمارية للصندوق عند إختيار الأوراق المالية التى تتكون منها الحافظة ، وعلى ضوء هذه السياسة يتحدد نوع المحفظة التى يرغب الصندوق فى تكوينها[1] ، وهى إما أن تكون **محفظة ذات تكوين ثابت** ، حيث يضع الصندوق قائمة محددة بالأوراق المالية التي يقوم بالإستثمار فيها . وفى هذه الحالة لا يجوز لمدير الاستثمار تكوين حافظة الصندوق من خارج هذه الأوراق وإما أن تكون **محفظة ذات تكوين شبه ثابت** : وهى تحتل مرتبه وسط حيث يسمح نظام الصندوق لمدير الاستثمار بإختيار بعض الأوراق المالية من خارج القائمة التى حدد فيها الأوراق المالية التي يستثمر

(١) راجع بشأن أنواع محافظ الأوراق المالية ومزايا وعيوب كل نوع ، د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٢٨ .

الصندوق أمواله فيها ، ولكن يجب أن يكون الخروج عن القائمة فى نطاق ضيق جداً . وأخيراً قد تكون **الحافظة ذات تكوين مرن** حيث لا يلتزم مدير الاستثمار بتكوين الحافظة من أوراق مالية محددة على سبيل الحصر وإنما تحدد السياسة الأستثمارية للصندوق هذه الأوراق فى إطار عام يسمح للمدير بمجال واسع فى الإختيار تبعاً لظروف سوق الأوراق المالية .

هذا بالإضافة إلي إلتزام مدير الاستثمار بأهداف الصندوق وهى كما حددها المشرع [١] إستثمار أموال الصندوق فى الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات تصدرها الحكومة أو الشركات المرخص لها بذلك . ولا يجوز له الاستثمار فى القيم المالية المنقولة الأخرى أو فى غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص خاص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال وبالشروط التى يحددها المجلس .

٦١ - ويجب على مدير الأستثمار عند تكوين محفظة الأوراق المالية للصندوق ألا يقوم بتركيز إستثماراته على نوع واحد من الأوراق المالية ، كالأسهم أو السندات مثلاً ، وإنما يجب عليه توزيع المخاطر Repartir les Risques بتقسيم إستثمارات diviser les envestissements الصندوق على أكثر من نوع من الأوراق المالية [٢] بحيث إذا تعرضت واحدة للإنخفاض فى السعر أو العائد فإن الأخرى تعوض هذا الإنخفاض بما يحافظ على مصالح المدخرين أصحاب وثائق الأستثمار ، الذين يرغبون فى الحصول عائد أمن ومتزن ومستقر [٣].

---

(١) راجع المادة ٣٥ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمادة ١٤٠ من لائحته التنفيذية .

(٢) راجع بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ١٧٧ .

(٣) تعرف هذه القاعدة بقاعدة العارض المزدوج ، راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٥٨ .

ولا يقتصر توزيع المخاطر على تنوع الأوراق المالية التى يستثمر فيها الصندوق أمواله ، وإنما ينبغى أن يشمل أيضاً تنويع مجالات النشاط الإقتصادى بحيث تشمل محفظة الصندوق على أوراق مالية صادرة عن شركات تعمل فى مجالات إقتصادية مختلفة ، كالزراعة والصناعة والتجارة والسياحة إلخ ، بحيث إذا تعرض أحد هذه المجالات للركود فإن الأوراق المالية الصادرة عن الشركات العاملة فى المجالات الأخرى تضمن إستقرار حالة الصندوق .

وكذلك يجب أن يشمل التنوع تنوعاً جغرافيا بحيث لا يصب الصندوق إستثماراته في منطقة جغرافية واحدة من العالم وإنما يوزع إستثماراته على مناطق جغرافية مختلفة ، حتى يستفيد من إختلاف المزايا النسبية بين هذه المناطق ، وبالتالى يواجه مخاطر الاستثمار التى قد يتعرض لها فى منطقة معينة [١].

٦٢ ـ أما فيما يتعلق بإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق .
يجب على مدير الاستثمار عند قيامه بتدوير محفظة الأوراق المالية للصندوق أن يتبع منهجا يضمن عدم الإنحراف عن هدف الصندوق وبما يكفل تحقيق الجدوى الاقتصادية المتوقعة من المحفظة ، وبحيث يحافظ على قوتها وقيمتها من أجل ضمان تحقيق عائد متزن وأمن ومستقر للمدخرين فى الصندوق . وكما يرى الفقه [٢] فإن إلتزام مدير الاستثمار

---

(١) راجع بشأن سياسة توزيع مخاطر الاستثمار ، د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، ص ٥٣٣ ومابعدها .

(٢) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، ص ٤٩٨ ومابعدها .

بإدارة أموال الصندوق وفقا لمعيار الرجل أو المدير الحريص يفرض عليه القيام بعمل إيجابى يتمثل فى السعى إلى تحقيق أهداف الصندوق بأن يبذل العناية diligence واليقظة الواجبة التى تلتزمه بالعمل الدائم فى سبيل تحقيق الفاعلية الفنية L'efficacite technique للأعمال التى يجريها على الأوراق المالية التى تتكون منها محفظة الصندوق بما يعنى ضرورة قيامه بهذه الأعمال فى الوقت المناسب(١).

وفى هذا المجال أيضاً يقع على المدير إلتزام بالإخلاص والأمانة L'olligation de loyaute (٢) حيث يجب عليه أن يتصرف لمصلحة الصندوق وبما لا يضر بمصلحة المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار . ولا يحقق إستفادة لمصلحته الخاصة خارج نطاق مقتضيات عقد الإدارة وما ينبغى علي مدير الاستثمار الحريص القيام به

ومن هنا يجب على مدير الاستثمار عدم القيام لحساب الصندوق(٣) إلا بالعمليات اللازمة لإدارة نشاطه necessaires a le gestion de fonds .

كما يفرض عليه هذا المعيار إلتزام سلبى بالإمتناع عن الأعمال التى تتعارض مع أهداف الصندوق والغرض من إنشائه ومن ثم لا يجوز للمدير أن يقوم لحساب الصندوق لا بإقراض emprunter ولا ببيع صكوك لا توجد

---

(١) راجع بشأن الالتزام بالعناية واليقظة فى ادارة محفظة الأوراق المالية ، مشيل ستورك ، المرجع السابق ، رقم ٧١.

(٢) راجع بشأن الالتزام بالاخلاص والامانة فى ادارة محفظة الأوراق المالية ، مشيل ستورك ، المرجع السابق ، رقم ٨١.

(٣) راجع بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ٨٤ .

فى محفظة الصندوق [١]. فضلاً عن الأعمال التى حظرها عليه المشرع أو عقد إدارة نشاط الصندوق أو النظام الأساسى له .

ومن هذه الأعمال التى يجب على مدير الأستثمار الأمتناع عن القيام بها وفقا لمعيار إدارة الرجل الحريص أعمال التمويل [٢] كتقديم قروض إلي الغير بموجب عقود قرض عادية ، لأن غرض الصندوق هو الأستثمار فى الأوراق المالية فقط ، أما تمويل المشروعات عن طريق شراء الأسهم والسندات التى تصدرها هذه المشروعات فهو الهدف الاساسى لصندوق الأستثمار . ولذلك حظر المشرع [٣] على صناديق الاستثمار مزاولة أية أعمال مصرفية ، وعلى وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه . وذلك سواء كانت القروض طويلة الأجل أو متوسطة أو قصيرة الأجل وسواء كانت بفائدة أو بغير فائدة . ويسرى هذا الخطر بصرف النظر عن طبيعة الأموال المستخدمة للإقراض ، أى سواء كانت من الأموال المخصصة للأستثمار أو من الأموال التى يحتفظ بها الصندوق كإحتياطى لمواجهة حالات إسترداد المدخرين لقيمة وثائق الاستثمار فى الصندوق .

وكذلك يحظر على مدير الاستثمار القيام بأعمال المضاربة La speculation والمضاربة عموماً يقصد بها عمليات شراء وبيع الأوراق المالية بغرض الاستفادة مما يحدث من تقلبات أسعارها فى البورصة . وهى نوعان : إما مضاربة على الصعود jouer sur la hausse حيث يتوقع

---

(١) راجع بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ٨٤ .

(٢) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٤٠ .

(٣) راجع المادة ١٤٠ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

المضارب إرتفاع سعر ورقة مالية معينة فى المستقبل ، فيقوم بشرائها فى وقت إنخفاض سعرها ، وعندما يحدث ماكان يتوقعه من ارتفاع في السعر يقوم ببيعها ، وبالتالى يجنى من وراء ذلك ربحاً كبيراً . ولكن إذا حدث الفرض العكس وكان قد إشترى كمية كبيرة من هذه الورقة المالية فإنه سيتعرض لخسارة كبيرة أيضا إذا قام ببيعها فى هذا الوقت . وقد تكون المضاربة على الهبوط jouer sur la baisse حيث يتوقع إنخفاض سعر ورقة مالية معينة ، وهو لا يملكها الآن ، ومع ذلك يقوم ببيعها بيعاً آجلاً على أمل شرائها فى الميعاد المحدد لتسليمها إلى المشترى ، وهو الوقت الذى يتوقع إنخفاض سعرها فيه . فإذا تمت الصفقة على هذا الترتيب الذى توقعه المضارب فإنه سيجنى أرباحاً كبيرة تتمثل فى الفرق بين سعر البيع الآجل وسعر شراء الورقة . ولكن العكس صحيح حيث سيتعرض لخسارة كبيرة إذا حدث عكس ما توقع وإرتفع سعر هذه الورقة بدلاً من إنخفاضه حيث يلتزم بالشراء بسعر أعلي وكان قد باع بسعر أقل . ولا شك فى أن عمليات المضاربة لها مزاياها ، إذا تمت على أسس إقتصادية سليمة ، ولها عيوبها أيضا سواء بالنسبة للمضارب أو بالنسبة لسوق الأوراق المالية عموماً لأنها تحدث نوع من الصورية فى حالة السوق [١].

والمضاربة فى ذاتها عملية مشروعة ، وهى ليست محظورة على مدير الاستثمار لذاتها وإنما يحظر على مدير الاستثمار اللجوء إلى عمليات مضاربة غير مشروعة ، وهى التى تعرض المضارب لمخاطر جسيمة لأنها

---

(١) راجع فى تعريف المضاربة وأنواعها ومزاياها وعيوبها ، د/ عبدالباسط وفا ، المرجع السابق ، ص ٨٣ ومابعدها .

تتم بغرض تحقيق الربح فى أسرع وقت ، ومن ثم تصدر قراراته ليس عن دراسة إقتصادية للسوق وإنما تلبية للرغبة الجامحة فى تحقيق الربح فى أسرع وقت [١] ، بما يجعله معرض لأكبر خسارة فى أسرع وقت أيضاً . وهو ما يتعارض مع ما كان سيقوم به مدير الاستثمار الحريص الذى يحافظ على مصالح الصندوق والمدخرين ويذهب بهم بعيداً عن المغامرات .

كما يقتضى معيار الرجل الحريص عدم إنحراف مدير الاستثمار بالصندوق عن الهدف الذى أنشأ من أجله ، حيث لا يجوز له أن يجعل الصندوق وسيلة للوصول إلى السيطرة على الشركات ne pas devenir un mecanisme permetant de detenir le controle des cociets.

بدلاً من أن يكون أداة للاستثمار instrument de placement ولذلك لا يجوز أن يقوم مدير الاستثمار بشراء كميات كبيرة من أسهم بعض الشركات بغرض حيازة أكبر عدد من الأصوات فى جمعياتها العمومية مما يساعده على السيطرة على هذه الشركات وتوجيهها لخدمة أغراضه الخاصة. لأن هذا الأسلوب يتعارض مع الهدف من صناديق الأستثمار التى تدار وفقا لمبدأ تقسيم أموال الصندوق وتوزيع مخاطر الاستثمار حماية للمدخرين[٢] . وتشجيعا للأدخار تنشيطا لسوق المال بما يعود على المجتمع بالتقدم وزيادة الانتاج .

---

(١) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق . رقم ٣٤٤ ، د/ سعيد محمد سيف النصر ، دور البنوك التجارية فى استثمار أموال العملاء ، رسالة عين شمس ١٩٩٣ ، ص ٣٥٨ .

(٢) راجع ، بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ١٨٢ ، د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٤٢.

٦٢ ـ ولما كانت الأفعال الإيجابية التى يفرضها معيار الرجل الحريص على مدير الأستثمار لا يمكن أن تقع تحت حصر ، لأنها تقدر تبعاً للظروف المحيطة بنشاط الصندوق ، فإن المشرع قد فرض عليه الامتناع عن بعض الأعمال ، بإعتبار أن دفع المفاسد مقدم على جلب المنافع ، لأن المدير إذا قصر فى القيام ببعض ما ينبغى عليه القيام به فإن الضرر على الصندوق والمدخرين سيكون غالباً أقل مما سيترتب على قيام المدير بما حظره عليه المشرع . ومن هنا تبدو أهمية دراسة الأعمال المحظورة على مدير الأستثمار ، وهذا ما نتناوله فيما يلى ذلك .

ثالثاً : الأعمال المحظورة على مدير الاستثمار :

٦٣ـ نظراً لحداثة نشاط صناديق الاستثمار فى مصر ، ورغبة من المشرع فى جعلها وسيلة لجذب المداخرات للاستثمار فى مجال الأوراق المالية مما يزيد فرص التمويل أمام المشروعات الانتاجية التى تصدر الأسهم والسندات ، بالإضافة إلى خلق وعاء إدخارى جديد يناسب بعض المدخرين الذين يحجمون عن التعامل مع البنوك فى الودائع المصرفية ذات الفائدة الثابتة ـ فقد أراد المشرع أن يضع نظاما دقيقا لإدارة نشاط هذه الصناديق فأخذ بنظام الإدارة الفنية المتخصصة يعهد إليها الصندوق بإدارة نشاطه ، ووضع معياراً عاماً لتحديد العناية التى يجب على مدير الاستثمار أن يبذلها فى الإدارة ، وهو معيار الرجل الحريص ، وقد رأينا أن هذا المعيار يفرض علي مدير الاستثمار تصرفا إيجابياً يتمثل فى تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق وفقا للأسس الفنية المعمول بها فى مجال إدارة صناديق الاستثمار التى تبدأ بإنتخاب الأوراق المالية الجيدة طبقاً لمبدأ

تقسيم رأس مال الصندوق بما يضمن توزيع مخاطر الاستثمار على أكثر من مجال من المجالات الأقتصادية .

ويفرض عليه كذلك تصرفا سلبيا بالإمتناع عن الأعمال التى لا تتناسب مع أهداف الصندوق أو تعرض مصالح أصحاب الوثائق للخطر ، وهى أعمال التمويل وأعمال المضاربة وأعمال السيطرة .

وإذا كان المشرع المصري قد وضع المعيار الذى يلتزم مدير الاستثمار بإدارة نشاط الصندوق طبقا له ، إلا أنه لشدة حرصه على عدم إنحراف الصندوق والمدير عن الهدف الذى وضعه فقد حدد بعض الأعمال والتصرفات وحظر على مدير الأستثمار القيام بها.

ويلاحظ الفقه (١) أن المشرع قد تشدد فى تحديد هذه الأعمال نظراً للطبيعة التى تتسم بها أسواق المال فى الدول النامية ، ومنها مصر ، وذلك حتى لا تتعرض تجربة صناديق الاستثمار لأى نوع من التلاعب الذي يؤدى إلى ضياع أموال المدخرين مما ينجم عنه كارثة تشبه ما نجم عن ضياع أموال المودعين فى شركات توظيف الأموال (١) .وبالنظر إلى العمليات التى حظرت المادة ١٦٩ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على مدير الاستثمار القيام بها نلاحظ أن سبب الحظر قد يرجع إلي ضرورة إحترام الهدف من إنشاء الصندوق ، أو إلى خطر عمليات التمويل على صندوق الاستثمار أو إلى حماية مصلحة الصندوق والمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار وعدم تعارض مصالح الطرفين والمتعاملين مع الصندوق ، ويرجع

---

(١) د/ منى قاسم ، المرجع السابق ، ص ٧٧ ، وحيث تعرض أيضا للمحاذير والضمانات التي قررها المشرع لأداء مدير الاستثمار فى مصر ص ٧٧-٧٨.

حظر بعض العمليات إلى تحريم قيام الصندوق بعمليات المضاربة والسيطرة، وأخيراً حظر عليه المشرع القيام بأعمال من شأنها الإخلال بمبدأ الشفافية الذى يجب أن يسود التعامل فى مجال الأوراق المالية عن طريق نشر بيانات ومعلومات صحيحة .

وسنتناول هذه الأعمال المحظورة على مدير الاستثمار كما جاءت فى المادة ١٦٩ سالفة الذكر لنوضح الحكمة من وراء حظر كل منها .

(١) الأعمال المحظورة على صندوق الأستثمار

٦٤ ـ طبقا للمادة ١٦٩/١ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حظر المشرع على مدير الاستثمار القيام بأى عمل من "الأعمال المحظورة على الصندوق الذى يدير نشاطه " . وتبدو الحكمة من هذا الحظر العام أن مدير الاستثمار هو الذى يناط به تحقيق أهداف الصندوق حيث تفوض إليه سلطة إتخاذ القرارات المتعلقة بتنفيذ السياسة الاستثمارية للصندوق وإدارته من الناحيتين المالية والإقتصادية . ولما كان المشرع قد حظر على صناديق الاستثمار القيام ببعض الأعمال ، إما لحماية سوق رأس المال عموماً أو المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار خصوصاً ، فإنه يكون من المنطقى أن يحظر على مدير الاستثمار فى هذه الصناديق القيام بهذه الأعمال المحظورة ، وخاصة الأعمال المتعلقة بإدارة نشاط الصندوق .

وعلى ذلك يجب على مدير الاستثمار إحترام الهدف الذى وجدت من أجله صناديق الاستثمار وهو الاستثمار فى الأوراق المالية . ومن ثم لا يجوز له القيام بالأعمال المحظورة على الصندوق طبقاً للمادة ١٤٠ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، حيث لا يجوز له مزاولة أية

أعمال مصرفية ، وعلى وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة فى العملات أو المعادن النفيسة . وأيضاً لا يجوز له أن يتعامل فى القيم المالية المنقولة الأخرى أوفى غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال وفى حدود نسبة الاستثمار التى يقررها .

كما يجب على مدير الاستثمار إحترام القواعد المقررة فى المادة ١٤٣ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر ، ومن ثم فلا يجوز أن تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠٪ من أصول الصندوق وبما لا يجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة . وأيضاً لا يجوز أن تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠٪ من أمواله وبما لا يجاوز ٥٪ من أموال كل صندوق مستثمر فيه .

وأيضا لا يجوز لمدير الاستثمار أن يستثمر جميع أموال الصندوق وإنما يجب عليه الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات إسترداد قيمة وثائق الأستثمار وفقا لشروط الاسترداد الواردة بنشرة الاكتتاب فى هذه الوثائق .

كما لا يجوز له الاقتراض من الغير بما يجاوز ١٠٪ من قيمة وثائق الاستثمار القائمة ، على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذى يحتفظ لديه الصندوق بالأوراق المالية التى يستثمر فيها أموال الصندوق (م١٤٤ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر) .

وكذلك يحظر على مدير الاستثمار أن يتبع فى إدارة الصندوق سياسة

من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الاستثمار (م١٤٥ من اللائحة المشار إليها) .

وإذا كان مدير الاستثمار يتولى إدارة صندوق من صناديق الاستثمار التى تنشؤها البنوك أو شركات التأمين فإنه لا يجوز له إستثمار أموال الصندوق فى صناديق الاستثمار الاخرى المنشأة بهذا البنك أو شركة التأمين أوفى صناديق الأستثمار التى تنشؤها أو تساهم فيها بنوك أو شركات يساهم فيها ذات البنك أو شركة التأمين (م ١٧٦ من اللائحة سالفة الذكر) .

وكذلك لا يجوز لمدير الاستثمار إستثمار أموال صناديق الاستثمار سالفة الذكر (البنوك وشركات التأمين) فى أوراق مالية مملوكة للبنك أو شركة التأمين التى أنشأت الصندوق ، وذلك مالم تكن نشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار التى أصدرها هذا الصندوق قد تضمنت بيان ما إذا كان سيتم إستثمار أموال الصندوق فى أوراق مملوكة للبنك أو شركة التأمين مع بيان الجهة مصدرة هذه الأوراق وعلى أن يتم ذلك بالقيمة العادلة لتلك الأوراق وفقا لما يقر بصحته مراقب حسابات البنك أو الشركة (م١٧٣ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر) .

(٢) إستخدام أموال الصندوق فى تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية أو فى حالة إفلاس .

٦٥ـ رغم أن المشرع إستحدث صناديق الاستثمار كوسيلة للاستثمار فى مجال الأوراق المالية إلا أنه حظر على مدير الاستثمار (م١٦٩ /٢ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ٩٢) إستخدام أموال الصندوق فى

تأسيس شركات جديدة ، وذلك نظراً لما يتعرض له المؤسس من مسئولية تختلف عن مسئولية الشريك أو المساهم غير المؤسس [١] . وهى مسئولية تتعارض مع مصالح المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار الذين يرغبون فى الحصول على عائد آمن ومتزن ومستقر . وهذا الحظر يتمشى مع الأسس العامة لإدارة صناديق الاستثمار حيث يحظر عليها القيام بأعمال التمويل[٢].

وعلى ذلك يحظر على مدير الاستثمار أن يشترك إشتراكا فعليا لحساب الصندوق فى تأسيس الشركة بنية تحمل المسئولية الناشئة عن ذلك ، وعلى وجه الخصوص يحظر عليه أن يكون من الموقعين على العقد الإبتدائى أو طلب الترخيص فى تأسيس الشركة أو أن يقدم حصة عينية عند تأسيسها (م ٧ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١) .

وإذا كان المشرع قد حظر على مدير الاستثمار إستخدام أموال الصندوق فى تأسيس شركات جديدة إلا أن الفقه يرى أن هذا الحظر لا يشمل شراء الأوراق المالية التى تصدرها الشركات الجديدة ، لأن ذلك لا يعتبر من أعمال التمويل ، وبالتالى لا يُعرض الصندوق لمخاطر المسئولية التى يتعرض لها لو كان مشتركا فى تأسيس الشركة [٣]. ولكن المشرع المصرى لم يطلق لمدير الاستثمار الحرية كاملة فى شراء الأسهم التى تصدرها

---

(١) راجع فى تعريف الموسس ومسئوليته المواد من ٧ الى ١٤ من اقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، ص ٣٥ ومابعدها ، د/ أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية ، الجزء الأول ، - ١٩٨٨ ص ٣٣٥ ومابعدها .

(٢) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٤٠.

(٣) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٤٩ .

الشركات الجديدة وإنما إشترط أن تكون هذه الأسهم مقيدة ببورصة الأوراق المالية فى مصر ، وذلك فيما عدا أسهم شركات قطاع الأعمال العام ، أو فى بورصة أوراق مالية بالخارج بشرط أن تكون خاضعة للإشراف سلطة رقابية حكومية (١) . ومع ذلك فلم يتشدد المشرع ويحظر على صناديق الاستثمار شراء أسهم الشركات التى لم تنشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن نشاطها خلال ثلاث سنوات على الأقل معتمدة من جمعياتها العمومية ، بإعتبار أن ذلك يعتبر ضمانه للمدخرين فى الصندوق ومنعا لوقوع مدير الاستثمار فى الغرر (٢)

٦٦ـ كما حظر المادة ١٦٩ /٢ سالفة الذكر على مدير الاستثمار إستخدام أموال الصندوق فى شراء أوراق مالية لشركة تحت التصفية أو شركة فى حالة إفلاس . وذلك لأن إقدام مدير الاستثمار على مثل هذه الأعمال يعتبر نوع من المخاطرة التى تتصف بطابع الغرر بما يُعرض مصالح المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار للخطر (٣) . هذا بالإضافة إلى أن هذه الأعمال لا تدخل ضمن أهداف صناديق الاستثمار كما حددها المشرع وهى الاستثمار فى مجال الأوراق المالية وهذا يعنى الأوراق المالية التى يمكن تداولها فى سوق الأوراق المالية وليس الأوراق التى إنهارت أو فقدت قيمتها المالية على أثر إفلاس الشركات التى أصدرتها أو دخولها فى دور التصفية . يضاف إلى ذلك أن المشرع قد نظم نشاط رأس المال المخاطر الذى يمكن أن يضطلع بمهمة إعادة الحياة إلى المشروعات التى

---

(١) راجع المادة ٧/١٦٩ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .
(٢) راجع بشأن الآراء التي تنادى بذلك ، د/ حسنى المصرى ، المرجع والمكان السابقين .
(٣) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٥٠.

تواجه أزمات مالية أو التى تحتاج إلى تمويل أو خبرة فنية أو مالية للتحول إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم [١].

(٣) الحصول له أو لمديريه أو للعاملين لديه علي كسب أو ميزة من العمليات التى يجريها .

٦٧ - يحظر المشرع (م ١٦٩ /٣ من اللائحة سالفة الذكر) على مدير الاستثمار القيام بأى عمل خارج مصلحة الصندوق . وطالما أنه قد تم الاتفاق على مقابل الإدارة الذى يحصل عليه المدير فقد حظر عليه أيضا الحصول على أى كسب أو ميزة أيا كان نوعها أو طبيعتها من العمليات التى يجريها لحساب الصندوق ، وذلك خشية من أن يكون الحصول على هذا الكسب أو الميزة سببا فى التضحية ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، بمصالح الصندوق والمدخرين . وقد توسع المشرع فى نطاق الحظر فجعله يشمل مدير الاستثمار كشخص إعتبارى ومديريه والعاملين لديه أيا كانت وظائفهم الفنية التى تتعلق بإدارة نشاط صندوق الاستثمار. وكذلك حظر على هؤلاء كل ما يعتبر كسب مالى ، سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ، أو ميزة غير مالية .

ويسرى هذا الحظر ولو كان مدير الاستثمار يقوم بإدارة نشاط الصندوق إدارة ناجحة طبقا لمعيار الرجل الحريص من الناحية الإقتصادية والمالية ، وكذلك لو لم يكن لحصول مدير الاستثمار على هذا الكسب أو هذه الميزة أثر على إدارة نشاط الصندوق ومصالحه .

---

(١) راجع المادة ١٢٣ من اللائحة التنفيذية السابق الاشارة اليها .

وهكذا يريد المشرع أن يقطع الطريق على مدير الاستثمار حتى لا تكون هناك شبهة الاضرار بمصلحة الصندوق أو المدخرين ، وذلك عملاً بالمبدأ الأصولى "درء المفاسد مقدم على جلب المنافع ". لأن هناك من صور الإضرار التى قد تلحق الصندوق من جراء حصول مدير الاستثمار على الكسب أو الميزة مالا يمكن وضعه تحت الرقابة بسهولة .

(٤) أن تكون له مصلحة من أية نوع مع الشركات التى يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذى يديره .

٦٨ - يحظر المشرع (م ٤/١٦٩ من اللائحة سالفة الذكر) على مدير الاستثمار أن يتعامل لحساب الصندوق الذى يديره ، سواء بالبيع أو الشراء ، على الأوراق المالية التى تصدرها الشركات التى تربطه بها مصلحة من أية نوع . وقد توسع المشرع فى تحديد مفهوم المصلحة التى تمنع على مدير الاستثمار التعامل على الأوراق التى تصدرها الشركات بصورة تشمل المصلحة المادية أو المعنوية والمصلحة المباشرة وغير المباشرة . وذلك بقصد قطع الطريق بين مدير الاستثمار وبين كل تصرف أو عمل من شأنه الإضرار أو المساس بمصالح الصندوق الذى يديره أو بالمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار فيه ، وذلك بشراء أوراق غير جيدة .

كما أن هذا الحظر من شأنه حماية سوق الأوراق المالية عموماً حيث قد يعمد مدير الاستثمار إلى التعامل مع هذه الشركات بقصد رفع سعر أوراقها المالية أو خفضه لأسباب غير متعلقة بحالة السوق أو حالة الشركة .

(٥) أن يشترى المدير أو العاملون لديه وثائق إستثمار للصناديق التى يدير نشاطها .

٦٩ - وهذا الحظر (م١٦٩ /٥ من اللائحة سالفة الذكر) يهدف

إلى عدم تعارض المصالح بين صندوق الاستثمار وبين مدير الاستثمار والعاملين لديه . وعدم تعارض المصالح هذا هو الذى جعل المشرع يتبنى نظام الإدارة الفنية المتخصصة لصناديق الاستثمار ، حيث أوجب أن تعهد بإدارة نشاطها كله إلى جهة متخصصة ولذلك كان من الضرورى أن يضمن إستقلال هذه الجهة وعدم إرتباطها بمصالح مع الصندوق تخرج عن إطار عقد الإدارة المبرم بينهما .

كما أن المشرع يهدف من ذلك إلى المساواة بين المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار فى الصندوق ، حيث لم يجعل لهم حق التدخل أو الرقابة على إدارة الصندوق (سواء كانت إدارة عامة أو إدارة فنية) [١] ومن ثم يكون شراء مدير الاستثمار أو العاملون لديه لوثائق الاستثمار التى تصدرها الصناديق التى يدير نشاطها بمثابة حصوله على ميزة خاصة له وغير متاح الحصول عليها لأصحاب وثائق الاستثمار الأخرى فى ذات الصندوق .

(٦) أن يقترض من الغير مالم يسمح له عقد الإدارة بذلك .

٧٠ - حظرت الفقرة السادسة من المادة ١٦٩ سالفة الذكر على مدير الاستثمار أن يقترض من الغير مالم يسمح له عقد الإدارة بذلك وفى الحدود المقررة بالعقد . وقد أوجبت المادة ٧/١٦٧ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر ، أن يتضمن عقد الإدارة المبرم بين الصندوق ومدير الاستثمار بيان الحالات والحدود التى يسمح لمدير الاستثمار الاقتراض فيها من الغير لحساب الصندوق ، وذلك مع مراعاة الحد المنصوص عليه فى المادة

---

(١)راجع ماسبق ، رقم ٥٥ ، ٥٦ .

(٢/١٤٤) من ذات اللائحة ، وهى تحظر على الصندوق الاقتراض من الغير بما يجاوز (١٠٪) من قيمة وثائق الاستثمار القائمة ، على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذى يحتفظ لديه بالأوراق المالية التى تستثمر فيها أموال الصندوق .

يدور هذا الحظر فى الفلك الذى وضعه المشرع لصناديق الاستثمار ، حيث لا يرغب فى أن تتوافر لديها مبالغ ضخمة يصعب عليها إستثمارها فى مجال الأوراق المالية ، ومن ثم تتحول لإستثمار هذه الأموال فى مجالات أخرى أو تعجز عن إستثمارها فى أي مجال ، وهذا قد يدفعها إلي التوجه نحو نشاط غير مشروع لا يرضاه المشرع لصناديق الاستثمار ولا للحياة الاقتصادية والمالية عموماً [١] . وفى هذا الإطار حدد المشرع النسبة بين رأس مال شركة الصندوق ـ أو المبلغ الذى يخصصه البنك أو شركة التأمين التى تمارس نشاط صناديق الاستثمار ـ وبين قيمة وثائق الاستثمار التى يجوز للصندوق إصدارها ليكتتب فيها المدخرون [٢].

وكذلك يأتى حظر المشرع على صندوق الاستثمار أن يقترض من الغير ما يجاوز (١٠٪) من قيمة وثائق الاستثمار القائمة وبشرط أن يكون القرض قصير الأجل . ويرى الفقه أن إقتراض مدير الاستثمار من الغير لا يعتبر من أعمال الإدارة السليمة لصناديق الاستثمار ، وخاصة إذا كان

---

(١) راجع د/ سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، ٤٦٥ - ٢ .

(٢) هذه النسبة هى عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع وعشرين مثل المبلغ الذى يخصصه البنك أو شركة التأمين لمباشرة هذا النشاط ، راجع المادتين ١٤٧ ، ١٧٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الغـرض من القـرض هو إسـتـخدامـه فى شـراء الصكوك الرديئـة أو صكوك الشركات الجديدة ، أو كان القرض ضخما أو كان من القروض طويلة الأجل ، لأن هذه القـروض تدفع الصندوق إلى الدخـول فى عـمليـات المـضـاربة غـيـر المشروعة التى لا تتناسب مع غرض صندوق الاستثمار [١] .

حيث يقوم مدير الاستثمار بالإقراض ويلتزم الصندوق برد قيمة القرض بالإضافة إلى الفائدة المتفق عليها ، وقد يكون المدير قام بشراء أوراق مالية بهذا القرض أملاً فى إرتفاع أسعارها بمعدل يزيد على مقدار الفائدة المقررة على القرض ، فإذا تحقق له ذلك فإن سيجنى أرباح كبيرة ، وإذا حدث الفرض العكسى بأن إنهارت أسعار هذه الأوراق أو لم يتمكن المدير من بيعها فى الوقت المناسب وبالسعر المناسب الذى يغطى قيمة القرض والفائدة المستحقه ، فإن الصندوق يصاب بخسارة فادحة قد تؤدى إلى إنهياره وبالتالى تعريض مصالح المدخرين للضرر. ومن هنا جرت التشريعات فى معظم الدول على وضع القيود على حرية صندوق الاستثمار فى الإقتراض من الغير وعدم السماح بها إلا فى حدود نسبة بسيطة من رأس مال الصندوق ، حتى يظل قادراً على الوفاء بها دون أن يتعرض للآثار الخطيرة الناتجة عن إستثمارها بطريقة غير مشروعة فى عمليات المضاربة.

(٧) حظر شراء أسهم غير مقيدة فى البورصة

٧١ - حظر المشرع (م١٦٩/٧ من اللائحة سالفة الذكر) على مدير الاستثمار أن يشترى أسهماً غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية فى مصر وذلك فيما عدا أسهم شركات قطاع الأعمال العام ، وأن يشترى أوراقا مالية غير مقيدة فى بورصة بالخارج أو مقيدة فى بورصة غير خاضعة لاشراف سلطة رقابية حكومية بالخارج .

(١) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٤٥ .

وبذلك يلزم المشرع المدير بإختيار الأسهم الجيدة لتكوين حافظة الصندوق ، وذلك حتى لا يضارب مدير الصندوق على شراء أوراق مالية غير مقيدة فى أحد بورصات الأوراق المالية ، سواء فى مصر أو فى الخارج ، الخاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية ، لأن هذه البورصات هى التى تلزم الشركات التى تقيد أوراقها المالية بها أن تقوم بنشر بيانات ومعلومات ومستندات معينة تساعد المستثمرين فى الوقوف على المركز المالى لهذه الشركات ، وهو ما يمثل ضمانه لمصالح المدخرين أصحاب الوثائق ومصالح صناديق الاستثمار أيضاً .

٨- حظر إستثمار أموال الصندوق فى وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته .

٧٢ - حظرت الفقرة الثامنة من المادة ١٦٩ من اللائحة سالفة الذكر على مدير الإستثمار أن يستثمر أموال الصندوق - الذى عُهد إليه بإدارته - فى شراء وثائق صندوق آخر يقوم هذا المدير على إدارته أيضا . والحكمة فى هذا الحظر هى منع تضارب المصالح بين الصناديق التى يديرها مدير واحد ، فضلاً عن منع سيطرته على أكثر من صندوق بما قد يضر بمصلحة الصناديق والمدخرين و أصحاب وثائق الأستثمار في الصندوقين .

هذا بالإضافة إلى رغبة المشرع فى عدم قيام مدير الاستثمار برفع سعر وثائق الاستثمار التى يصدرها أحد الصناديق التى يقوم على إدارتها دون أن يرتبط بمركزها المالى الحقيقى ولكن لمجرد إيجاد نوع من الطلب على هذه الوثائق ، وهذا من شأنه الإضرار بمصالح المدخرين والصندوق وسوق الأوراق المالية عموماً إذا تكررت مثل هذه التصرفات السيئة .

(٩)ـ حظر إذاعة أو نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة . أو حجب معلومات أو بيانات هامة .

٧٣ - وهذا الحظر ـ المقرر فى الفقرة التاسعة من المادة ١٦٩ من اللائحة سالفة الذكر ـ يلقى على عاتق مدير الاستثمار إلتزام بالأمانة فى إذاعة أو نشر البيانات أو المعلومات المتعلقة بالصندوق ، متى كان المدير ملتزما بإذاعتها أو نشرها طبقا للقانون ، سواء كانت يتم إبلاغها للمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار أو إلى الصندوق ذاته أو إلى الهيئة العامة لسوق المال . أو كان من المفروض نشرها لتحقيق الشفافية المطلوبة للتعامل فى سوق رأس المال .

ويعتبر مدير الاستثمار قد أخل بإلتزامه بإحترام هذا الحظر إذا حجب المعلومات أو البيانات المطلوبة ، وكذلك إذا أذاعها أو نشرها غير صحيحة أو غير كاملة ، لأن كل هذه الصور لا يتحقق معها العلم السليم والكامل بالبيانات أو المعلومات على نحو ما أراد المشرع أن يعلمه الجمهور أو أن تخطر به الجهة التى أراد أن تحاط علماً بهذه المعلومات أو البيانات .

(١٠) حظر إجراء أو إختلاق عمليات بهدف زيادة عمولات السمسرة أوغير ذلك من المصروفات والاتعاب .

٧٤ - وأخيراً حظرت الفقرة العاشرة من المادة ١٦٩ سالفة الذكر على مدير الاستثمار إجراء عمليات لحساب الصندوق بهدف زيادة عمولات السمسرة أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب ، كما حظر عليه إختلاق عمليات لتحقيق الهدف السابق . والفرق بين الحظر فى شقيه أن الأول يتعلق بإجراء عمليات تدوير للأوراق المالية التى تتكون منها محفظة

الصندوق كالطاحونه du moulinage دون مقتضى ، وكل هدفه من ذلك هو زيادة عمولات السمسرة أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب . ويعتبر المدير مخالف لهذا الخطر ولو تلازم هذا الهدف مع تحقيق مصلحة الصندوق ، لأن من شأن قيام المدير بهذه العمليات زيادة نفقات وأعباء الصندوق بما يضر بمصلحته ومصالح المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار . **أما الشق الثانى** من الحظر فهو إختلاق مدير الاستثمار عمليات لحساب الصندوق ، وهذا الإختلاق يعنى إنها عمليات مصطنعة وليس لها هدف إستثمارى للصندوق ، وإنما يهدف المدير من إظهار هذه العمليات إلى زيادة عمولات السمسرة أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب .

وهذه التصرفات تعنى إخلال مدير الاستثمار بالإلتزام بالأمانة والإخلاص L'obligation de Loyauté فى إدارة محفظة الأوراق المالية ، وهو إلتزام يقع على عاتق كل شخص يقوم بهذه المهمة . ويقتضى أن يتصرف المدير على نحو يحقق مصلحة عميله l'interet de son client فقط وليس مصلحتة الشخصية أو مصلحة الغير ، كأن يقوم بعمل دوران متتابع وسريع rotation excessive للمحفظة portefeuille بغرض زيادة العمولات des commissions.[1]

وهذه التصرفات التى يقوم بها مدير الاستثمار لتحقيق هذه الأهداف لا يقتصر ضررها علي الصندوق والمدخرين أصحاب الوثائق فيه وإنما يمتد أثرها الضار إلى سوق الأوراق المالية عموماً ، لأن حركة الأوراق المالية فى

---

(١) راجع تفصيلا ، ميشيل ستورك ، المرجع السابق ، رقم ٨١ ومابعده.

السوق لا تدل على عرض وطلب حقيقى ، مما قد يؤثر على الأسعار دون مبررات إقتصادية ومالية تتعلق بالمشروعات التى أصدرت هذه الأوراق ، وهذه أمور تذهب بمصداقية السوق .

المطلب الثانى

الإلتزام بإمساك السجلات وإعداد حسابات الصندوق

تمهيد :

٧٥ - لما كان مدير الاستثمار يلتزم بإدارة نشاط الصندوق ، على النحو السابق بيانه ، فإنه يلتزم بإمساك الدفاتر والسجلات التى تلزم للوقوف على نتائج هذه الإدارة ، ويعتمد عليها عند إعداد حسابات الصندوق فى المواعيد المقررة .

ونظراً لأن مدير الاستثمار يعتبر وكيلاً عن شركة الصندوق فى إدارة نشاط الصندوق فإنه يلتزم طبقا للقواعد العامة برد ما يوجد لديه من أموال للصندوق . ولكن المشرع نظم صناديق الاستثمار على نحو لم يجعل حفظ أموال الصندوق من مسئولية المدير وحده وإنما يوجد بنك مودع لديه ، حيث أوجب أن يحتفظ بالأوراق المالية التى يستثمر الصندوق أموالا فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزى المصرى [١] . ومن هنا يتدخل البنك المودع لديه الأوراق فى تنفيذ إلتزام مدير الصندوق بالرد ، وذلك يقتضى بحث مركز هذا البنك أيضاً .

وعلى ذلك نتناول أولاً : إلتزام مدير الاستثمار بإمساك السجلات

---

(١) راجع المادة ٣٨ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، م ١٨١ من لائحته التنفيذية .

وإعداد الحسابات ، ثم المركز القانونى للبنك المودع لديه الأوراق المالية ثانياً

أولاً : الإلتزام بإمساك السجلات وإعداد الحسابات .

٧٦ - أوجبت المادة ١٧٠ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على مدير الاستثمار أن يمسك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه ، بالإضافة إلى الدفاتر والسجلات التى تحددها الهيئة العامة لسوق المال . وهذا الإلتزام يعتبر إمتداد للإلتزام العام المفروض على جميع التجار بإمساك الدفاتر التجارية ، على أساس أن هذه الدفاتر هى التى تساعد على إعداد محاسبات المشروع وهذه المحاسبة تلعب دورا رئيسيا فى المشروع التجارى (١) وعلى ذلك نصت المادة الأولى من القانون رقم ٣٨٨ لسنة ١٩٥٣ بأنه « على كل تاجر أن يمسك الدفاتر التجارية التى تستلزمها طبيعة تجارية وأهميتها بطريقة تكفل بيان مركزه المالى بالدقة وبيان ماله وما عليه من الديون المتعلقة بتجارته .

ويجب أن يمسك على الأقل الدفترين الآتيين:

(١) دفتر اليومية الأصلى .

(٢) دفتر الجرد ».

ويكتسب إلتزام مدير الاستثمار بإمساك الدفاتر والسجلات أهمية خاصة تتناسب مع الدور الذى يقوم به فى مجال الاستثمار فى الأوراق

---

(١) راجع د/ محمود سمير الشرقاوى ، القانون التجارى ، الجزء الأول ١٩٨٢ ، رقم ٣٣ ، ١٤٣.

المالية، وما لذلك من اثار تتعلق بالإدخار العام وإنتظام عمل سوق المال ونجاحه. ولذلك تتدخل الهيئة العامة لسوق ، بإعتبارها الجهة التي تقوم على تنفيذ القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ، بتحديد الدفاتر والسجلات التى يجب على مدير الاستثمار إمساكها لكى يؤدى مهمته فى خدمة الصندوق الذى يقوم علي إدارته وخدمة سوق المال عموماً على أكمل وجه ، وبما لا يسمح بممارسة أية أعمال أو تصرفات ضارة بهذا المجال الهام والحيوى من مجالات النشاط الإقتصادى .

٧٧ ـ ويجب علي مدير الأستثمار ، أيضاً ، أن يقوم بإعداد حسابات الصندوق وفقا للأصول المالية والمحاسبية المتبعة فى هذا المجال . ونظراً لأهمية إعداد ونشر المركز المالى لصندوق الاستثمار ، والشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية عموماً ، فقد وضعت اللائحة التنفيذية نماذج يجب إعداد المركز المالى للصندوق طبقا لها [١] ، مع مراعاة الإيضاحات المتممة لهذه القوائم المالية أيضاً . وقد أوجب المشرع تقديم تقارير نصف سنوية عن نشاط ونتائج أعمال هذه الشركات خلال الشهر التالى لإنتهاء تلك المدة ، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتى المركز المالى ونتيجة النشاط مصدقا على ماورد بهما من مراقب الحسابات ، وذلك طبقا للنماذج المرفقة باللائحة التنفيذية . وعلى شركة الصندوق أن توافى ممثل جماعة حملة وثائق الاستثمار فى الصندوق بنسخه من التقارير المنصوص عليها فى المادة ٥٨ من اللائحة التنفيذية ، كما يجب عليها قبل عقد الجمعية العامة للشركة للمصادقة على الميزانية وحساب الأرباح والخسائر أن ترسل إلي

---

(١) راجع الملحق رقم ٣ – جـ .

كل صاحب وثيقة على عنوانه الثابت لديها المستندات التى ترسل للمساهمين [١] فى شركة الصندوق .

وإذا كان مدير الاستثمار يتولى إدارة أكثر من صندوق إستثمار فقد أوجب عليه المشرع [٢] أن يحتفظ بحسابات مستقلة لكل صندوق يتولى إدارة نشاطه

٧٨ - ونظراً لأهمية إمساك مدير الاستثمار الدفاتر والسجلات التي يعتمد عليها فى إعداد حسابات صندوق الاستثمار وقائمتى المركز المالى ونتيجة نشاطه ، فقد أوجب عليه المشرع [٣]أن يزود الهيئة العامة للاستثمار بالمستندات والبيانات التي تطلبها [٤]، سواء لتتأكد من صحة هذه الحسابات أو القوائم ، أو لتنشر هذه البيانات ضمن النشرات التى تصدرها لخدمة نشاط سوق رأس المال .

وقد أوجبت المادة ٢/١٨١ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر على مدير الاستثمار الذى يتولى ادارة نشاط الصندوق ، الذى يؤسسه أحد البنوك أو إحدى شركات التأمين ، أن يقدم إلى الهيئة العامة لسوق المال بيانات كافية عن الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أموالا فيها ، وتعتمد هذه البيانات من البنك أو شركة التأمين على النموذج الذى تضعه أو تقره الهيئة المذكورة .

---

(١) راجع المادة ٥٨ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) راجع المادة ١٥٤ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

(٤، ٥) راجع المادة ١٧٠ من اللائحة سالفة الذكر .

ثانيا: الإلتزام بالرد ومركز البنك المودع لديه الأوراق المالية .

النصوص القانونية :

٧٩ - أوجبت المادة ٣٨ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أن « يحتفظ بالأوراق المالية التى يستثمر الصندوق أموالا فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزى المصرى ، على ألا يكون هذا البنك مالكا أو مساهما فى الشركة المالكة للصندوق . أو الشركة التى تتولى إدارة نشاطه ، وعلى أن يقدم الصندوق إلى الهيئة بيانا عن تلك الأوراق معتمداً من البنك على النموذج الذى يضعه مجلس إدارة الهيئة » .

كما أوجبت المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية للقانون سالف الذكر على شركة صندوق الاستثمار عند تقديم الطلب للحصول على الترخيص للصندوق من الهيئة العامة لسوق المال ، أن يتضمن الطلب بياناً عن « إسم البنك الذى سيتم الإحتفاظ لديه بالأموال النقدية للصندوق والأوراق المالية التى يستثمر أمواله فيها » .

وكذلك أوجبت المادة ٦/١٦٧ من اللائحة التنفيذة سالفة الذكر أن يتضمن عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، الذى يبرم بين مدير الاستثمار وشركة الصندوق ، « بيان علاقة مدير الاستثمار بالبنك الذى يحتفظ لديه بالأوراق المالية التى يستثمر الصندوق أمواله فيها وذلك فيما يتعلق بتلك الأوراق » .

يتضح من النصوص السابقة أن المشرع قد تبنى منهج القانون المقارن فى حفظ الأوراق المالية التى يستثمر صندوق الاستثمار أموالاً فيها لدى

جهة مستقلة عن شركة الصندوق وعن مدير الاستثمار مما يجعل مدير الاستثمار يستقل بالادارة الفنية التي تتمثل فى اتخاذ القرارات الفنية المتعلقة باستثمار أموال الصندوق فى الأوراق المالية طبقا لمبدأ توزيع المخاطر . أما البنك المودع لديه فيقوم بالادارة المادية لأموال الصندوق وهذا يوفر ضمانة هامة لأصحاب وثائق الاستثمار [(١)]. كما أن وجود هذا البنك بهذه الصفة يرفع عن مدير الاستثمار، بصفته وكيلا، الالتزام برد الصكوك ، لأنه لايتسلمها لادارتها وإنما يديرها وهى تحت يد البنك المودع لديه .

ولكن المشرع المصرى إختلف عن المشرعين الآخرين فى أنه لم يضع تنظيم دقيق يحدد المركز القانونى للبنك المودع لديه [(٢)] ، وهذا الوضع يذهب بنا إلى البحث عن هذا التحديد من خلال الإعتماد على القواعد العامة ومسترشدين بالمركز القانونى للمودع لديه le dépositaire فى القانون الفرنسى طبقا للقانون ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ .

تعيين البنك المودع لديه :

٨٠- أعطى المشرع المصرى للبنوك دورهام فيما يتعلق بسوق رأس المال عموماً [(٣)] ، حيث أوجب أن تودع المبالغ المدفوعة لحساب الشركة تحت التأسيس فى أحد البنوك المرخص لها بذلك بقرار من الوزير المختص . ولا يجوز للشركة سحب هذه المبالغ إلا بعد شهر نظامها أو عقد تأسيسها

---

(١) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٠٨ ، ص ٤٥٢ .

(٢) راجع تفصيلا فى ذلك ، د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، ص ٤٤٠ ومابعدها .

(٣) راجع د/ محى الدين اسماعيل علم الدين ، موسوعة أعمال البنوك من الناحيتين القانونية والعملية ، الجزء الثانى ، طبعة ١٩٩٣ ، ص ٥٧٠ ومابعدها .

فى السجل التجارى (١) . وإذا طرح جانب من أسهم الشركة للاكتتاب العام ، فيجب أن يتم ذلك عن طريق أحد البنوك أيضا (٢) فإذا كانت الشركة يتم تأسيسها تأسيساً مغلقاً فقد أوجب المشرع إيداع المبالغ التى تدفع من المساهمين أو أصحاب الحصص بأحد البنوك ولا يجوز السحب منها إلا بعد تقديم ممثل الشركة ما يفيد إشهار نظامها فى السجل التجارى (٣) . وكذلك الاكتتاب فى وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار يجب أن يتم الأكتتاب فى هذه الوثائق عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك (٤).

ولزيادة نشاط سوق الأوراق المالية أجاز المشرع (٥) للبنوك أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار ، بعد حصولها على موافقة البنك المركزى المصرى .

وفى هذا الإطار أوجب المشرع أن يحتفظ بالأموال النقدية والأوراق المالية التى يستثمر صندوق الاستثمار أمواله فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزى (٦) .

وإذا كان الصندوق من الصناديق التى تؤسسها البنوك فقد أجاز

---

(١) راجع المادة ٢٠ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادة ٦٨ من لائحته التنفيذية .

(٢) راجع المادة ٣٦ من القانون ٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادة ٢٠ و ٢٥ من لائحته التنفيذية .

(٣) راجع المادة ٤٠ من اللائحة سالفة الذكر .

(٤) راجع المادة ٣٦ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمادة ١٥٤ ومابعدها من لائحته التنفيذية .

(٥) راجع المادة ٤١ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمادة ١٧٢ من لائحته التنفيذية .

(٦) راجع المادة ٣٨ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

المشرع [١] أن يحتفظ بالأوراق المالية التى يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى البنك المنشأ به الصندوق أو أى من البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزى المصرى.

ويتم تعيين البنك الذى تودع لديه الأموال النقدية المتحصلة من الاكتتاب فى وثائق الاستثمار والأوراق المالية التى يستثمر الصندوق أمواله فيها ، بموجب عقد إيداع يبرم بين شركة الصندوق وهذا البنك . ويخضع هذا العقد للقواعد العامة لعقد الإيداع فى البنوك ، سواء كان محل الوديعة نقوداً أو أوراقاً مالية . وهو عقد من العقود الرضائية التى تقوم على الإعتبار الشخصى بين البنك والعميل [٢]. وفى هذا العقد يتفق الطرفان على حقوق وإلتزامات كل منهما ، وخاصة إلتزامات البنك المودع لديه الأوراق المالية وحقه فى الحصول على العموله المقررة عن حفظ الأوراق المودعة وإدارة الحساب الذى توجد فيه المبالغ النقدية .

وبذلك لا يعتبر البنك المودع لديه أحد أجهزة صندوق الاستثمار وإنما هو مجرد أمين تربطه بشركة الصندوق عقد إيداع ، كما أنه لا يرتبط بمدير الاستثمار بعلاقة قانونية مباشرة ، وإنما قد تكون بينهما علاقة مصدرها هو عقد الإيداع أيضاً .

---

(١) راجع المادة ١٨١ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع فى خصائص عمليات البنوك عموما ، د/ أبو زيد رضوان و د/ رضا السيد عبدالحميد ، القانون التجارى ، عمليات البنوك ، طبعة ١٩٩٢ - ١٩٩٣ ، ص ١٠٠ ومابعدها ، وفيما يتعلق بتكوين عقد ايداع الصكوك ، راجع د/ على البارودى ، العقود وعمليات البنوك التجارية ، رقم ١٨٧ ، د/ سميحة القليوبى ، الأسس القانونية لعمليات البنوك ، طبعة ١٩٩٢ ، رقم ٣٤ ، د/ على جمال الدين عوض ، عمليات البنوك من الوجهة القانونية ، طبعة ١٩٨٩ ، رقم ٧٧٦ ومابعده .

وهذه الطبيعة العقدية لعلاقة البنك المودع لديه بالصندوق تجعل من حق الأخير إنهاء مهمته وإستبداله بآخر فى أى وقت طبقا للقواعد العامة لعقد إيداع الصكوك .

٨١ - أما بالنسبة للمودع لديه Le dépositaire فى القانون الفرنسى فإن تعيينه يختلف عن القانون المصرى ، حيث أن صندوق الاستثمار يتم تأسيسه بالإتفاق بين المدير le gerant والمودع لديه ، وبذلك يعتبر شريكا فى تأسيس الصندوق co-fondateur وفى وضع النظام de reglomènt الأساسى له ، الذى يعرض على لجنة عمليات البورصة للموافقة عليه ، ثم يعرض على المكتتبين فى الوثائق التى يصدرها الصندوق . وبذلك تكون موافقة هؤلاء المكتتبين شاملة نظام الصندوق والمدير والمودع لديه كأعضاء فى منظومة إقتصادية وقانونية واحدة .

أما فى القانون المصرى فلم يوجب المشرع أن تتضمن نشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار إسم البنك المودع لديه الصكوك ، وإنما إكتفى بتحديد إسم البنك المرخص له فى تلقى طلبات الاكتتاب فقط ، وهو قد يختلف عن البنك الذى ستودع لديه الأوراق المالية التي سيستثمر الصندوق فيها أمواله .

ولما كان المودع لديه فى القانون الفرنسى يتميز برابطة عضوية مع صندوق الاستثمار المشترك فإن ذلك يجعل نظام عزله مختلف عما هو مقرر فى القانون المصرى ، فلا يجوز لأصحاب الحصص les porteurs de parts عزله la revocation ، كما أنه ليس لمدير الصندوق عزل المودع

(١) راجع المادة (٥) من القانون رقم ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩.

لديه وإنهاء مهمته وإستبداله بآخر . ولا يجوز عزل المودع لديه إلا بأمر قضائى يصدر من رئيس المحكمة التجارية بناء على طلب من أصحاب الحصص وبمناسبة دعوى مسئولية مقامة ضده ، ويمكن أيضا طلب عزله بمناسبة دعوى مسئولية مقامة ضد المدير، إذا ثبت إرتكاب المودع لديه خطأ فى الرقابة على أعمال المدير مثلاً . وفى جميع الحالات التى يحكم فيها على المودع لديه بعقوبة جنائية condamnation pénale طبقا لأحكام القانون الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ فإن الحكم يؤدى بقوة القانون de plein droit إلى عزله وعدم صلاحيته l'incapacité لممارسة مثل هذا العمل بعد ذلك .

ولكن نظراً لأهمية دور المودع لديه بالنسبة للصندوق فإنه إذا لم يتم تعيين بدلا منه ، بأمر رئيس المحكمة التجارية ، فى أقرب وقت فإن ذلك يؤدى إلي حل الصندوق La dissolution du fonds بقوة القانون طبقا للمادة ١/٢٤ من قانون ١٣ يوليو ١٩٧٩ (١).

٧٦ـ وكما أن القانون المصرى إشترط أن يكون البنك المودع لديه الأوراق المالية أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزى ، وهى كافة البنوك العاملة فى مصر (٢) . فإن المشرع الفرنسى يشترط أيضاً (م ١١

(١) راجع تفصيلا ، بيير بيزار ، المرجع السابق ، من رقم ١٣١ - ١٣٤ ، شارتيه ، المرجع السابق ، رقم ١٤١ .

(٢) راجع المادة ٢٦ مكرر من القانون رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ بعد تعديلها بموجب القانون رقم ٥٠ لسنة ١٩٨٤ التي تقضى بأنه " تخضع جميع البنوك التى تمارس عملياتها داخل جمهورية مصر العربية لأحكام هذا القانون " فى نقد عدم خضوع كل من البنك العربى الافريقى والمصرف العربى الدولى لرقابة البنك المركزى ، راجع : د/ أبو زيد رضوان ، د/ رضا السيد ، المرجع السابق ، ص ٤٩ - ٥٠ ، كتابنا فى عمليات البنوك ، السابق الاشارة إليه ص ٣١ - ٣٢.

فقرة ٤ من قانون ١٣ يوليو ١٩٧٩) أن يكون المودع لديه شخص معنوى personne morale من المدرجين ضمن القائمة المحددة بموجب المادة الثانية من قرار وزير الإقتصاد الصادر فى ٢ مايو ١٩٨٣ ، وهى قائمة مماثلة إلى درجة كبيرة presque identique لقائمة المصرح لهم بالعمل كمدير للصندوق . وبذلك يشترط كل من القانون المصرى والقانون الفرنسى صفة qualite يجب توافرها فى المودع لديه ، بإعتبار أن ذلك يمثل ضمانة قوية للمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار فى الصندوق . ومن ثم لا يجوز تعيين designation مودع لديه فى فرنسا من خارج القائمة التى حددها القانون الفرنسى أو بنك فى مصر لا يخضع لإشراف البنك المركزى المصرى. ومع ذلك فليس هذا هو الشرط الوحيد الذى يجب توافره فى المودع لديه وإنما إشتراطا فيه أيضاً أن يكون على درجة من الاستقلال ، وهذا ما تتناوله فى ما يلى .

إستقلال المودع لديه :

٨٣ - إستقلال البنك المودع لديه عن مدير الاستثمار وعن شركة الصندوق يعتبر ضمانة قوية لحماية حقوق المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار ، وذلك بمنع أى منهما من القيام بتدوير محفظة الأوراق المالية لحسابه الخاص ، لأن البنك يسجل حركة هذه الأوراق ، بيعاً وشراءاً ، ويقدم الصندوق إلى الهيئة العامة لسوق المال بيانا عن تلك الأوراق معتمدا من البنك [1]. ولذلك إشترط المشرع فى المادة ٣٨ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ " ألا يكون هذا البنك مالكا أو مساهما فى الشركة المالكة للصندوق أو الشركة التى تتولى إدارة نشاطه ".

---

(١) راجع المادة ٣٨ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

أما إذا كان الصندوق من الصناديق التي تؤسسها البنوك فقد أجاز له القانون أن يحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى البنك المنشأ به الصندوق أو أى من البنوك الخاضعة لاشراف البنك المركزى المصرى [١].

وقد اشترط المشرع الفرنسى فى المادة ١/١١ من قانون ١٣ يوليو ١٩٧٩ أن يحتفظ بأموال الصندوق لدى مودع لديه وحيد le dépositaire unique لا يجوز أن يكون هو مدير الصندوق . وبذلك يكون القانون الفرنسى يشترط أن يكون المودع لديه شخص واحد ولايجوز أن يوجد أكثر من مودع لديه [٢]، وذلك حتى تكون رقابة المودع لديه على المدير أكثر فاعلية مما لو كانت الأوراق المالية مودعة لدى أكثر من شخص . كما يشترط أن يكون المودع لديه مستقلاً عن المدير être distinct du gerant والاستقلال المقصود فى هذا المجال هو الاستقلال القانونى une distinction de nature juridique وهو لا يمنع أن يكون المدير أو المودع لديه من الشركات الوليدة filiale للآخر ، وذلك عندما ينشئ البنك المودع لديه بالاشتراك مع أحد سماسرة الأوراق المالية les agents de change شركات مساهمة تتخصص فى ادارة محافظ الأوراق المالية وتحصل هذه الشركة على موافقة وزير الاقتصاد ، وبذلك تكون الشركة شخص مستقل من الناحية القانونية عن الشركاء فيها ولكن من الناحية الواقعية والاقتصادية لا يتحقق الاستقلال المطلوب. ولاشك في أن هذا

---

(١) راجع المادة ١٨١ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع عن جواز تعدد المودع لديهم فى صناديق الاستثمار المشترك التي تؤسس فى نطاق مشاركة العاملين فيما قبل قانون ١٣ يوليو ١٩٧٩ ، شارتيه ، المرجع السابق ، رقم ١٤٠.

الوضع ينال إلى درجة كبيرة من الفائدة التي ينشدها المشرع من وراء الاستقلال باعتباره تدعيما لحماية renforcer la protection أصحاب الحصص [١] .

٨٤ - ومما سبق يتضح أن القانون المصرى يكفل أكبر قدر من الاستقلال ، سواء من الناحية القانونية ، أو الاقتصادية ، للمودع لديه ، لأنه لم يقف عند اشتراط الاستقلال القانونى بين المودع لديه وشركة الصندوق ومدير الاستثمار وإنما راعى ضرورة الاستقلال الاقتصادى بأن اشتراط ألا يكون البنك المودع لديه مالكا أو مساهما فى الشركة مالكة الصندوق أو الشركة التي تتولى إدارة نشاطه .

ومع ذ لك يظل المشرع الفرنسى أفضل من المشرع الصمرى فى تحديد إختصاصات البنك المودع لديه وهذا مانراه فيما يلي :

اختصاصات المودع لديه

٨٥ - رغم أن المشرع المصرى ألزم صندوق الاستثمار بايداع الأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها لدى أحد البنوك على النحو السابق إيضاحه إلا أنه لم يحدد إختصاصات البنك المودع لديه ، وما إذا كان يقتصر دوره على الحفظ المادى لهذه الأوراق فقط ، أم أنه يتدخل فى إدارتها إلى جوار مدير الاستثمار ، بأن ينفذ أوامر المدير ببيع وشراء الأوراق التى تتكون منها المحفظة ، ويقوم بتنفيذ إسترداد وثائق الاستثمار التي يرغب أصحابها فى الانسحاب من الصندوق . كما أن المشرع لم يحدد ما إذا كان للبنك المودع

---

(١) راجع ، بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ١٥ ، ١٦ ، ألن فيانديه ، المرجع السابق ، ص ٢٥٣ .

لديه أن يقوم بإدارة حساب المبالغ النقدية المتعلقة بالصندوق ، ويمارس نوع من الرقابة على مدير الاستثمار فيما يتعلق بحركة هذا الحساب وتدوير محفظة الأوراق المالية وتغيير مكوناتها أم لا .

كل ذلك لم ينظمه المشرع ، رغم أهميته [(١)] ، باعتباره أحد الضمانات التي تحمى مصالح المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار ، وإنما إكتفى بأن أوجب أن يتضمن عقد إدارة الصندوق " بيان علاقة مدير الاستثمار بالنبك الذى يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها وذلك فيما يتعلق بتلك الأوراق " [(٢)] .

ولما كانت البيانات التى حددتها اللائحة التنفيذية فى المادة ١٦٧ هى بيانات إلزامية وجوهرية فى عقد ادارة نشاط صندوق الاستثمار ، فقد أراد المشرع أن يترك لشركة الصندوق تحديد العلاقة بين مدير الاستثمار والبنك المودع لديه فيما يتعلق بالأوراق المالية المودعة لديه ، وهذا المسلك قد يكون مقبولا على أساس أن المشرع لايرغب فى ترك الأمر فى هذا المجال للقواعد العامة التي يقررها العرف المصرفى بالنسبة لعقد وديعة الصكوك ، حيث يثور الخلاف حول مضمون ونطاق التزامات البنك المودع لديه ، فيما يتعلق بما إذا كان يلتزم بالحفظ المادى والقانونى فقط لهذه الأوراق ، أم يمتد ليشمل أعمال الادارة الضرورية التي يقتضيها هذا الحفظ ، وفى هذا المجال ، يثور التساؤل أيضا عن الأعمال التي يجوز للبنك المودع لديه القيام بها دون تفويض خاص [(٣)]. بسبب كل هذا الخلاف حول مضمون

(١) راجع د/ حسنى المصرى ، المرجع السابق ، رقم ٣٢١ ، ص ٤٧٥ وفى نقد المشرع على هذا الصمت ، راجع رقم ٣٠٨ ، ص ٤٥١ - ٤٥٢.

(٢) راجع المادة ٦/١٦٧ من اللاذحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٣) راجع تفصيلا فى التزامات البنك المودع لديه ، د/ حسنى المصرى ، عمليات البنوك فى القانون الكويتى ، الطبعة الأولى ١٩٩٣ - ١٩٩٤ ، ص ١٣٨ ومابعدها ، ===

ونطاق التزامات البنك المودع لديه ترك المشرع لأصحاب الشأن تحديد ذلك، وبيان علاقة مدير الاستثمار بالنبك المودع لديه ، وما إذا كان الأخير سيتلقى الأوامر بالادارة المادية للأوراق المالية التي يستثمر الصندوق فيها أمواله من شركة الصندوق أم من مدير الاستثمار ، وما إذا كان له الحق فى عدم تنفيذ أوامر البيع والشراء أو إسترداد وثائق الاستثمار المخالفة للقانون أم أنه ليست له صلاحية الرقابة على مدى قانونية الأوامر التي يتلقاها من مدير الاستثمار . وكل ذلك سيخضع لرقابة الهيئة العامة لسوق المال عند مايعرض عليها عقد إدارة نشاط الصندوق لتتحقق من مدى إتفاق أحكامه مع القانون والقرارات الصادارة تنفيذا له [١].

٨٦ - أما المشرع الفرنسى فقد نظم مهمة المودع لديه le mission du dépositaire فى المادة (١١) من القانون رقم ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليــو ١٩٧٩ [٢]. وطبقا لهذه المادة يقوم المودع لديه بمهمة ثلاثية الجوانب حيث يقوم **أولا : بمهمة تنفيذية** [٣] une mission triple d'execution ، تلقى على عاتقه حفظ الأموال des actifs الموجودة فى الصندوق ، فيتلقى الاكتتاب les suscriptions ويقوم بتنفيذ استرداد الحصص عند انسحاب أصحابها من الصندوق les rachat de parts . كما يقوم بتنفيذ أوامر المدير المتعلقة بشراء وبيع الصكوك ، والأوامر

== وفى الالتزامات التبعية التي يلزم بها البنك ، اجع د/ على جمال الدين عوض ، المرجع السابق ، ص ٩٦٦ ومابعدها ، د/ على البارودى ، المرجع السابق ، رقم ١٩١ ، د/ سميحة القليوبي ، المرجع السابق ، رقم ٣٨ ، د/ حسن حسنى ، عقود الخدمات المصرفية ، طبعة ١٩٨٦ ، ص ٢٧٢ ومابعدها

(١) راجع ماسبق ، ص٣٣ ومابعدها .

(٢) راجع شارتيه ، المرجع السابق ، رقم ١٤٣ .

(٣) راجع بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ١٢٠ ، ألن فيانديه ، المرجع السابق ، ص٢٥٣ -

المتعلقة باستعمال حقوق الاكتتاب les droits de suscription فــى زيادة رأس مــال الشـركـات التي أصـدرت الأسـهم المـوجـودة فى الصــندوق ، وكـذلك التـخـصـيص l'attribution المقـرر للأوراق المـاليـة التي يستـثمر الصندوق فيـها أمواله[١] . كـمـا يقـوم المـودع لديه بجـمـيع عمليات التحصيل encaissements والدفع paiements المتعلقة بتشغيل le fonctionnement الصندوق .

أما **المهمة الثانية فهى مهمة رقابية** une mission de contrôle[٢] ، حيث يقـوم بالتحقق من أن جميع العـمليات التي يجـريها المدير تتفق مع أحكام تشريعات صناديق الاستثمار المشترك والقواعد المقرة فى النظام الأساسى للصندوق . فإذا ظهر له أن أى عملية من العمليات تتم بالمخالفة للقانون أو النظام فإنه يجب عليه إتخاذ الاجراءات التحفظية mesures conservatoires التي يراها مناسـبـة . كـمـا يجب عليـه معارضة s'opposer التصرفات غير القانونية التى يقوم بها المدير ، وذلك سواء برفض تنفيذ الأوامر التي يوجهها إليه المدير أو أن يطلب من القضاء عزل المدير إذا كانت المخالفات التى يرتكبها على دجة كبيرة من الخطورة على الصندوق . فـإذا أهمل المـودع لديه فى إتخـاذ هذه الاجـراءات فـإنه يتـعرض للعـقاب الجنائى المقـرر فى الفـقرة الثـالثة من المـادة (٢٨) من القانون سالف الذكر .

---

(١) راجع بشـأن مسئولية البنك فى مجال حفظ وادارة واستـثمار الأوراق المـالية فى القانون الفرنسى:
J. Credot et P. Bouteiller , Rev. Banque , No 484, juin 1988.

(٢) راجع بيير بيزار ، المرجع اسابق ، رقم ١٢١.

أما المهمة الثالثة : تتعلق بالمشاركة فى تشغيل الصندوق [١] une mission de participation au fonctionnement du fonds حيث يشترك فى المداولات المتعلقة بوضع النظام الأساسى للصندوق عند تأسيسه أو عند تعديل هذا النظام . وفى المجال المحاسبى comptable يلتزم باعداد بيان تفصيلى un reLevé chronologique للعمليات التي تمت لحساب الصندوق . وأن يقوم باجراء جرد لأموال الصندوق مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل ، وفى نهاية كل سنة مالية يعتمد الجرد الذى يتم لمختلف أصول الصندوق وديونه ، والذى يعده المدير .

وأخيرا يقوم المودع لديه ، فى حالة توقف مدير الصندوق عن أداء عمله ، بتقديم أمر على عريضة une requete إلى المحكمة التجارية بطلب تعيين مدير جديد .

****

٨٧ - بعد أن وقفنا على حقوق والتزامات مدير الاستثمار وسلطاته فى إدارة محفظة الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق فيها أمواله ، فإنه يثور التساؤل عن مسئوليته القانونية فى حالة مخالفة القانون أو الإهمال والخطأ فى إدارة نشاط الصندوق ، هل يقتصر الأمر على التزامه بالتعويض ، كجزاء مدنى ، أم أنه يتعرض للجزاء الجنائى أيضا ؟ باعتبار مجال النشاط الذى يمارسه يتصل بجانب هام وحيوى من جوانب الحياة الاقتصادية والاجتماعية فى المجتمع ، هذا مانتناوله فى الفصل التالى .

---

(١) راجع بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ١٢٢.

الفصل الثالث

مسئولية مدير الاستثمار وإنتهاء عمله

تقسيم :

٨٨ - تنعقد المسئولية القانونية لمدير الاستثمار عن المخالفات القانونية والأخطاء التي تقع منه فى إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، شأنه فى ذلك شأن أى وكيل يقوم بعمل قانونى لحساب شخص آخر ، ولكن نظراً للخصوصية التى يتميز بها مجال عمل المدير ، وهو الاستثمار فى الأوراق المالية ، فإن أحكام مسئوليته تقتضى فرض بعض القواعد الخاصة التى تتلائم مع طبيعة عمل المدير والأهمية الخاصة للنشاط الذى يقوم به .

ولما كان مدير الاستثمار يعمل كوكيل عن شركة الصندوق فإن مصير مهمته إلى الإنتهاء ، سواء إنتهاء طبيعى أم قبل أن يكمل مهمته .

ولدراسة ذلك سنقسم هذا الفصل الى مبحثين على النحو التالى :

المبحث الأول : المسئولية القانونية لمدير الاستثمار .

المبحث الثانى : إنتهاء عمل مدير الاستثمار .

المبحث الأول

مسئولية مدير الاستثمار

تقسيم

٨٩ - المسئولية القانونية لمدير الاستثمار قد تكون مسئولية مدنية تفرض عليه تعويض الاضرار التى نتجت عن الأخطاء أو المخالفات القانونية التي وقعت منه أثناء قيامه بادارة نشاط صندوق الاستثمار . كما قد تترتب علي هذه المخالفات مسئولية جنائية لمدير الاستثمار

وعلى ذلك نتناول أولا المسئولية المدنية ، ثم المسئولية الجنائية ثانيا .

أولا : *المسئولية المدنية لمدير الاستثمار*

٩٠ - يسأل مدير الاستثمار مسئولية مدنية responsabilité civile عن الأخطاء les fautes التي يرتكبها فى إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، سواء كانت هذه الأخطاء من الأخطاء المهنية التي تتمثل فى عدم بذل العناية الواجبة فى إدارة نشاط الصندوق أم كانت قيامه بعمل من الأعمال التي حظر عليه المشرع القيام بها بمقتضى نص فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أو فى لائحته التنفيذية .

ولكى تنعقد مسئولية مدير الاستثمار فى هذه الحالات يجب أن تتوافر الأركان العامة للمسئولية وهى الخطأ والضرر وعلاقة السببية بينهما .

وإذا كان المشرع المصرى قد إكتفى بالقواعد العامة للمسئولية فى هذا

المجال ولم ينص على قواعد خاصة فى القانون سالف الذكر ، باستثناء ماجاء بشأن العناية التي يجب على المدير أن يبذلها فى إدارة نشاط الصندوق ، إلا أن المشرع الفرنسى نص فى المادة ١٣ من القانون ٥٩٤ الصادر فى ١٣ يوليو ١٩٧٩ (١) على مسئولية المدير والمودع لديه مسئولية شخصية أو تضامنية ، حسب الأحوال تجاه الغير أو تجاه أصحاب الحصص سواء عن مخالفة النصوص الشريعية أو اللوائح التنظيمية التي تنطبق على صناديق الاستثمار ، أو سواء عن مخالفة النظام الأساسى للصندوق ، أو عن أخطائها.

تقدير الخطأ :

٩١ - إذا كان خطأ مدير الاستثمار يتمثل فى قيامه بعمل من الأعمال التي حظر عليه المشرع القيام بها ، فإن تقدير الخطأ فى هذه الحالة لا يثير أية مشكلة ، حيث يقتص الأمر على إثبات قيام مدير الاستثمار بهذا العمل المحظور عليه ، فإذا ثبت ذلك فلا تتمتع المحكمة بسلطة تقديرية مع وجود هذه المخالفة ، وإنما كل ماتتمتع به من سلطة تقديرية ينحصر فى مجال تقديرها للوقائع التي تقدم إليها دليلاً علي قيام المدير بالعمل المحظور عليه . حيث يعتبر التزام مدير الاستثمار بعدم القيام بهذه الأعمال ، التزام بالامتناع عن عمل ، هو التزام بتحقيق نتيجة وليس إلتزام ببذل عناية ، ومن ثم يعتبر المدير مخطئا بمجرد قيامه بهذا العمل .

(١) le gerant ou le dépositaire sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas envers les tiers ou envers les porteurs de parts , soit des infractions aux dispositions legislatives ou reglementaires applicables aux fonds communs de placement , soit de la violation du reglement prevu a l'article 16 ci-dessous , soit de leurs fautes.

فاذا ترتب على هذا الخطأ ضرر للصندوق أو أصحاب الحصص أو الغير التزام المدير بتعويض هذا الضرر الذى نتج عن أخطائه .

أما إذا كان ماوقع من مدير الاستثمار هو خطأ فى إدارة faute de gestion نشاط صندوق الاستثمار فإن تقدير وقوع المدير فى هذا الخطأ يثير بعض الصعوبات ، نظرا للطبيعة الخاصة للاستثمار فى مجال الأوراق المالية ، حيث يقوم على قواعد وأسس فنية ، محاسبية ومالية واقتصادية ، ترتبط بتقدير مدير الاستثمار ، الذى يعتمد على كفائته وخبراته فى هذا المجال ، ولما كانت هذه القواعد والأسس التي يعتمد عليها المدير فى إدارة نشاط الصندوق ليست من الثوابت العلمية وانما هى محل للاختلاف والتفضيل بين المتخصصين فى هذا المجال ، فإنه لا يمكن نسبة الخطأ إلى المدير لمجرد أنه إتبع أسلوب معين أو تبني وجهة نظر محددة فى إدارة الصندوق ولم يأخذ بالأسلوب أو وجهة النظر الأخرى طالما أن كلاهما من الأسس والقواعد الفنية المتعارف عليها فى مجال إدارة صناديق الاستثمار .

ويعتبر التزام مدير الاستثمار بادارة نشاط الصندوق التزام ببذلك عناية أو التزام بوسيلة obligation de noyen وليس التزام بتحقيق نتيجة obligation de resultat ، وعلى ذلك فهو لا يلتزم بضرورة زيادة أصول الصندوق وإنما الواجب عليه أن يجتهد فى إختيار الأسلوب المناسب لإدارة الصندوق فى ضوء الظروف الاقتصادية والمالية والسياسية والاجتماعية المحيطة بسوق رأس المال عموما وسوق الأوراق المالية خصوصا .. وقد حددت اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (م ١٧١) درجة العناية التي يجب أن يبذلها مدير الاستثمار فى إدارة نشاط الصندوق ، فقررت أنه

" يجب على مدير الاستثمار أن يبذل فى إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص ، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق فى كل تصرف أو إجراء بما فى ذلك مايلزم من تحوط لأخطار السوق وتنويع أوجه الاستثمار وتجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين فى الصندوق والمتعاملين معه " .

ويعتبر تشديد القانون لمعاير العناية الواجب على مدير الاستثمار أن يبذلها هو الاتجاه العام لما يسمى بمسئولية المحترف أو المهنى professionnel التي تقتضى تشديد المسئولية بمقدار مايتوافر لدى الشخص من إمكانات تساعده على القيام بعمله وتقديم الخدمة المطلوبة بصورة لا يمكن توقعها أو لايلتزم بها غير المحترف [(١)].

وعلى ذلك لاتنعقد مسئولية مدير الاستثمار لمجرد إنخفاض قيمة أصول الصندوق baisse de la valeur des actifs du fonds لأن التعامل فى سوق الأوراق المالية يتسم بطبيعة إحتمالية caractere aléatoire des operations boursieres ، ومع ذلك يجب على المدير أن يتصرف باعتباره فنيا technicien متمرسا rompu فى أعمال البنوك والبورصات [(٢)].

وتتمتع محكمة الموضوع بسلطة تقديرية عند نظرها للوقائع التي تقدم إليها كدليل على خطأ مدير الاستثمار فى إدارة نشاط الصندوق . فإذا رأت أنه قد بذل عناية مدير الاستثمار الحريص فإنها تخلى ساحته من المسئولية

(١) راجع ، د/ على جمال الدين عوض ، المرجع السابق ، ص ٢٧ ، د/ سعيد سيف النصر ، المرجع السابق ، ص ٣٥٥ .

(٢) راجع ، بيير بيزار ، المرجع السابق ، رقم ١٠٥ .

عن الخسائر التي لحقت بالصندوق لأنه يلتزم ببذل العناية الواجبة دون الالتزام بالنتيجة وهى زيادة أموال الصندوق أوعلى الأقل منع الخسائر . أما إذا رأت المحكمة أن مابذله مدير الاستثمار فى ادارة نشاط الصندوق يقل عما كان سيبذله المهنى الحريص الحذر un professionnel avise ، من نفس الدرجة ويعمل فى ذات ظروف Les memes cironstances de temps السوق وفى نفس المكان ، فإن المحكمة ستقرر مسئوليته وتلزمه بتعويض الصندوق وأصحاب وثائق الاستثمار عن الأضرار التى أصابت كل منهم ، طبقا للقواعد العامة .

ويتم تقدير مدى العناية التى بذلها مدير الأستثمار ليس بالنظر إلى كل عملية على حدة ، لتقف المحكمة على ما إذا كان قد أحسن فى القيام بها أم أخطأ ، ولكن تنظر إلى الإدارة الكلية globalement لنشاط الصندوق ، بحيث يشمل البحث إجمالى العمليات التى قام بها المدير خلال الفترة التى تولى فيها إدارة الصندوق . كما تقدر مسئولية المدير ليس على أساس مجرد النتائج السلبية لإدارة الصندوق ولكن على أساس مابذله من جهد وما قام به من أعمال مقارنة بذلك المدير المحترف ، وعلى أساس ذلك تقول المحكمة ماإذا كان مدير الاستثمار قد ارتكب خطأ مهنى فى إدارة نشاط الصندوق أم لا [(١)]. لأن المدير قد يبذل العناية الواجبة ومع ذلك لاتتحقق النتائج التى يرجوها الصندوق أو أصحاب وثائق الاستثمار ، وهنا لايمكن نسبة أى خطأ إلى مدير الاستثمار لأنه يلتزم ببذل عناية الرجل الحريص ولايلتزم بتحقيق نتيجة بزيادة أصول الصندوق وأرباحة .

---

(١) راجع ، مشيل ستورك ، المرجع السابق ، رقم ٧١ .

الاتفاق على الاعفاء أو تخفيف المسئولية :

٨٥ - قد يجد مدير الاستثمار أن مسئوليتة عن إدارة نشاط الصندوق طبقا لمعيار الرجل الحريص تعتبر شديدة ، ومن ثم يضع شرطا فى عقد الادارة يقضى بتخفيف هذا المعيار لتكون العناية التى يلتزم ببذلها فى إدارة نشاط الصندوق هى عناية الرجل العادى . وقد يشترط المدير الاعفاء من المسئولية في بعض الحالات ، كالاتفاق على جعل مسئولية المدير تقتصر على حالات الخطأ الجسيم faute lourde أو الغش والتدليس dolosive فقط بما يعنى نقل عبء الاثبات renversement de la charge de la peuve ، حيث يلتزم الصندوق بإثبات وقوع الغش أو الخطأ الجسيم من المدير لكى تنعقد مسئولية الأخير . فهل يجوز الاتفاق على هذه الشروط التى من شأنها إعفاء مدير الاستثمار من المسئولية عن إدارة نشاط الصندوق ، أو الشروط التى تخفف من هذه المسئولية ؟ .

تقضى القواعد العامة فى المسئولية العقدية بأنه يمكن الاتفاق على تعديل قواعد هذه المسئولية حيث تشدد مسئولية الوكيل أو تخفف أو يعفى منها مالم يكن السبب هو الخطأ الجسيم أو الغش والتدليس [(١)] .

وقد نصت المادة ٢١١ من القانون المدنى على أنه فى الالتزام بعمل ، إذا كان المطلوب من المدين هو أن يحافظ على الشيئ أو أن يقوم بإدارته أو أن يتوخى الحيطة فى تنفيذ التزامه فإن المدين يكون قد وفى بالالتزام إذا بذل فى تنفيذه من العناية كل مايبذله الشخص العادى ، ولو لم يتحقق الغرض المقصود . هذا مالم ينص القانون أو الاتفاق على غير ذلك .

---

(١) راجع د/ السنهورى ، المرجع السابق ، رقم ٢٥٧ ، مشيل ستورك ، المرجع السابق ، رقم ٩٤ ، ومابعده .

وفى كل حال يبقى المدين مسئولاً عما يأيته من غش أو خطأ جسيم" .

أما المادة ٢١٧ من القانون المدنى فتنص فى فقرتيها الثانية والثالثة على أنه " وكذلك يجوز الاتفاق على إعفاء المدين من أية مسئولية تترتب على عدم تنفيذ التزامة التعاقدى إلا ماينشأ عن غشه أو عن خطئه الجسيم ، ومع ذلك يجوز للمدين أن يشترط عدم مسئوليته عن الغش أو الخطأ الجسيم الذى يقع من أشخاص يستخدمهم فى تنفيذ التزامه . ويقع باطلاً كل شرط يقضى بالاعفاء من المسئولية المترتبة على العمل غير المشروع " .

ولكن نظراً لاهمية الدور الذى تقوم به صناديق الاستثمار فى الحياة الاقتصادية والمالية والاجتماعية فلم يترك المشرع مسئولية مدير الاستثمار عن الأخطاء التى تقع منه فى إدارة نشاط الصندوق لحكم القواعد العامة ، وإنما فرض عليه معياراً شديداً للعناية التى يجب أن يبذلها فى أداء عمله، وقضى ببطلان كل شرط يعفى مدير الاستثمار من المسئولية ، أو يخفف منها (م ١٧١ /٢ اللائحة التنفيذية سالفة الذكر) . وعلى ذلك لا يجوز الإتفاق على تخفيف العناية الواجب بذلها فى إدارة الصندوق لتصبح عناية الشخص العادى ، ولا يجوز الإتفاق علي إعفاء المدير من المسئولية عن الغش أو الخطأ الجسيم الذى يقع من الأشخاص الذين يستخدمهم فى إدارة الصندوق .وإذا تم الإتفاق على أى شرط من هذا القبيل فإنه يكون باطلاً بطلاناً مطلقاً ، ويعتبر كأن لم يكن ، لأن هذا الحظر متعلق بالنظام العام ، وذلك سواء ورد الشرط فى عقد الإدارة أو فى إتفاق منفصل . مع مراعاة أن مثل هذه الشروط لوجاء ضمن عقد إدارة نشاط الصندوق فإن الهيئة العامة لسوق المال سترفض إقرار هذا العقد، لأنه

يتضمن شروطا تتعارض مع القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والقرارات الصادرة تنفيذاً له ، وقد يكون ذلك سببا فى رفض الترخيص للصندوق بمزاولة النشاط .

٨٦ ـ ورغم أهمية النص على حظ الإتفاق علي إعفاء مدير الاستثمار من المسئولية أو التخفيض منها ، إلا أن وضعه ضمن نصوص اللائحة التنفيذية ، وليس ضمن أحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، يجعل مشروعيته محلاً للشك ، لأنه ألغى حق الإتفاق على تعديل قواعد المسئولية المقرر ضمن القواعد العامة الوارد فى القانون المدنى وهذا لايجوز إلا بمقتضى نص فى نفس الدرجة وليس بنص فى اللائحة التنفيذية ، وهى تلى القانون فى درجته ، ومن ثم لا يجوز لها أن تلغى حكما من أحكامه ، بما قد يوصمها بعدم المشروعية . ولذلك يكون من الأفضل أن يتناول القانون الأحكام الموضوعية من هذا النوع لأنها تخرج عن إختصاص اللائحة التنفيذية التى يقتصر دورها على وضع القواعد الإجرائية اللازمة لتنفيذ القانون دون أن تضيف إليه أحكاماً جديده أو تعدل من أحكامه بما قد يعطل تطبيق نص فيه. ولا يكفى لإسباغ المشروعية على نصوص اللائحة أن المشرع (م ٤/٣٥ من القانون سالف الذكر) قد إكتفى بوضع المبدأ الذى يلزم صندوق الاستثمار بأن يعهد بإدارة نشاطه إلي إحدى الجهات المتخصصة ، ثم ترك وضع القواعد الخاصة بتحديد المركز القانونى لهذا المدير تقوم اللائحة التنفيذية بوضعها ، لأن اللائحة تصدر عن السلطة التنفيذية وتنظيم المركز القانونى لمدير الأستثمار يجب أن يتحدد بمقتضى قانون يصدر عن السلطة التشريعية ، وحتى لا يكون محلاً لتغيير قواعده لمجرد إختلاف السياسة الإقتصادية للوزير المختص بإصدار اللائحة ، وذلك رغم أهمية

نشاط صناديق الاستثمار، التى يقوم على إدارتها هؤلاء المديرين ، بالنسبة للإدخار العام وسوق الأوراق المالية.

الإتفاق على تشديد المسئولية :

٨٧ ـ يقتصر الحظر على إتفاقات الإعفاء أو تخفيف مسئولية مدير الاستثمار ، ومن ثم يجوز لصندوق الأستثمار أن يشترط تحمل المدير مسئولية أشد مما هو مقرر فى القانون ، لأن في ذلك تحقيق لمصلحة الصندوق وضمان جذب المدخرات إلي الأستثمار فى مجال الأوراق المالية ، وبالتالى توفير التمويل المطلوب لإنشاء وتوسيع المشروعات الإنتاجية والخدمية .

ويعتبر ذلك تطبيقا للقواعد العامة حيث تنص المادة ١/٢١٧ من القانون المدنى علي أنه « يجوز الإتفاق على أن يتحمل المدين تبعه الحادث المفاجىء والقوة القاهرة » .

وعلى ذلك يجوز الإتفاق على أن يلتزم مدير الاستثمار بضمان زيادة أصول الصندوق ، أو ضمان حد أدنى من العائد لأصحاب وثائق الإستثمار . بما ينقل إلتزامه من إلتزام ببذل عناية إلى إلتزام بتحقيق نتيجة . ومن الطبيعى أن يحصل المدير فى هذه الحالة على مقابل إدارة مرتفع يتناسب مع هذه الدرجة من الإلتزام ، التى ستُعرضه إلي مسئولية أشد فى حالة عدم الوصول من النتيجة المتفق عليها ، ونظراً لذلك فإن الاتفاق علي تشديد المسئولية يكون أمر نادر الحدوث ، وخاصة فى ظل الطبيعة الاحتمالية للاستثمار فى مجال الأوراق المالية .

مسئولية مدير الاستثمار فى حالة تفويض الغير فى الإدارة :

٨٨ - تقضى القواعد العامة (م ٨٠٧مدنى) بأنه « إذا أناب الوكيل عنه غيره فى تنفيذ الوكالة دون أن يكون مرخصا له فى ذلك ، كان مسئولاً عن عمل النائب كما لو كان هذا العمل قد صدر منه هو ، ويكون الوكيل ونائبه فى هذه الحالة متضامنين فى المسئولية .

أما إذا رُخص للوكيل فى إقامة نائب عنه دون أن يعين شخص النائب، فإن الوكيل لا يكون مسئولاً إلاعن خطئه فى إختيار نائبه ، أو عن خطئه فيما أصدره له من تعليمات .

ويجوز فى الحالتين السابقتين للموكل ولنائب الوكيل أن يرجع كل منهما مباشرة على الآخر » .

وهنا يثور التساؤل عما إذا كان يجوز لمدير الاستثمار أن يفوض جهة متخصصة أخرى فى إدارة نشاط الصندوق أو الإشتراك معه فى الإدارة ؟ وما مدى مسؤليته عن تصرفات نائبه فى الإدارة ؟

لم يتضمن القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قواعد خاصة بمدى جواز إنابة مدير الاستثمار لجهة أخرى فى إدارة نشاط الصندوق أو الإشتراك معه فى الإدارة ، كما لم يتناول مسئولية مدير الاستثمار إذا قام بذلك ، بما يعنى أن القواعد العامة هى التى تسرى فى هذا الشأن مع مراعاة الطبيعة الخاصة لعقد إدارة نشاط الصندوق ، ومن حيث قيامه علي الإعتبار الشخصى وإتصاله الشديد بالمصلحة العامة الإقتصادية .

ومع ذلك نصت المادة ١٦٨ من اللائحة التنفيذية للقانون سالف الذكر

على أنه « إذا رُخص لصندوق إستثمار بممارسة نشاط آخر وفقا لأحكام المادة (١٤٠) من هذه اللائحة فى غير الأوراق المالية فلمدير الاستثمار بعد موافقة الهيئة أن يعهد إلى جهة متخصصة بإدارة هذا النشاط ويظل مدير الاستثمار مسئولاً عن هذه الجهة » .

ووجود هذا النص الأخير يثير عدة تساؤلات : فهل يترتب على هذا النص عدم تطبيق حكم القواعد العامة التى يستخلص منها أن الوكيل إذا أناب عنه غيره دون أن يكون مرخصا له فى ذلك ، كانت إنابته صحيحة ولكنه يكون مسئولاً عن عمل النائب مسئوليته عن عمله الشخصى ويكون متضامنا معه فى المسئولية . ويستخلص منها كذلك أن للوكيل أن ينيب عنه غيره دون حاجة إلى ترخيص من الموكل ، ومن باب أولي يكون له ذلك إذا رخص فيه الموكل ، حيث يكون للوكيل أن ينيب عنه غيره ، مالم يمنعه الموكل من ذلك [(١)] ؟ . وهل يقتصر حق مدير الاستثمار فى توكيل غيره على الحالة الواردة فى هذه المادة فقط ، وهى حالة حصول شركة صندوق الاستثمار الذى يدير نشاطه على ترخيص بممارسة نشاط آخر غير الأوراق المالية ؟ أم أنه يجوز له أن ينيب عنه غيره فى جميع الحالات مالم يمنعه عقد إدارة نشاط الصندوق من ذلك صراحة ؟

وللإجابة على هذه التساؤلات يمكن القول من الناحية القانونية المجردة أن نص المادة ١٦٨ من اللائحة التنفيذية لا يلغى حكم المادة ٧٠٨ من القانون المدنى ، ومن ثم يكون لمدير الاستثمار أن ينيب عنه غيره فى القيام بمهتمه ، وذلك ما يحظر عليه عقد إدارة نشاط الصندوق صراحة

---

(١) (١) راجع د/ السنهورى ، المرجع السابق ، رقم ٢٦٢ .

إجراء مثل هذا التفويض. وفى هذه الحالة يوجد ثلاث علاقات قانونية مختلفة ، الأولى : العلاقة بين المدير ونائبه ، وهذه يحكمها عقد وكالة من الباطن . والثانية : العلاقة بين المدير والصندوق ، وهذه يحكمها عقد إدارة نشاط الصندوق . والعلاقة الثالثة بين الصندوق ووكيل مدير الاستثمار وقد جعل لهما المشرع دعوى مباشرة كل فى مواجهة الآخر طبقا للفقرة الثالثة من المادة ٧٠٨ مدنى (١) .

أما إذا تضمن عقد إدارة نشاط الصندوق شرطا يحظر على مدير الاستثمار تفويض الغير فى القيام بمهمته فإنه لا يجوز له ذلك ، وإذا قام به كان التفويض باطلاً ولا وجود له فى علاقة الصندوق بالشخص أو الجهة التي فوضها مدير الاستثمار .

وفى الحالات التى يجوز فيها الإنابة فإن الوكيل يكون مسئولاً عن نائبه ولكن هذه المسئولية تختلف تبعا لما إذا كان مرخصا للوكيل فى إنابة غيره أم غير مرخص له فى ذلك . فإذا كان غير مرخص له فى إنابة غيره فإنه يكون مسئولاً عن عمل النائب كما لو كان هذا العمل قد صدر منه شخصيا ،ويكون الوكيل ونائبه مسئولين مسئولية تضامنية فى مواجهة الموكل (٢) .

أما إذا كان مرخصا للوكيل فى إنابة غيره ، فإنه ينبغى التفرقة بين الحالة التى يترك فيها الموكل للوكيل حرية إختيار نائبه ، وفى هذه الحالة يسأل الوكيل عن خطأه في إختيار النائب وعن أخطائه فيما أصدره له من تعليمات ، وهنا يسأل الوكيل عن خطئه الشخصى وليس عن النائب ،

(١) راجع فى هذه العلاقات الثلاث ، د/ السنهورى ، المرجع السابق ص ٦٢٣ - ٦٢٧ .
(٢) راجع بشأن أحكام هذا المسئولية ، المرجع السابق ، ص ٦٢٨ - ٦٢٩ .

ومن ثم لا يكون هناك تضامن بينهما . أما إذا كان الموكل قد حدد للوكيل شخص النائب الذي يجوز له أن ينيبه عنه ، ففى هذه الحالة لا يسأل الوكيل عن إختيار نائبه ، لأن الموكل هو الذى إختاره ، ولكن يظل الوكيل مسئولاً عن خطئه فيما أصدره لنائبه من تعليمات وهى مسئولية عن خطئه الشخصى ، ومن ثم لا يكون هناك تضامن بينهما [1] .

٨٩ ـ إذا كان حكم القواعد العامة فى مدى جواز إنابة الوكيل لغيره فى القيام بمهمته مازال قائما بما يمكن تطبيقه على مدير الاستثمار إلا أن أحد التساؤلات مازال قائماً أيضاً ، وهو مدى تحقق ذلك من الناحية الواقعية بالنسبة لمدير الاستثمار ، فهل يمكنه إنابة جهة أخرى فى إدارة الصندوق أو أحد أنشطته ، خارج نطاق الحالة التى جاءت فى المادة ١٦٨ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر ؟

والإجابة على هذا التساؤل تكون بالإيجاب ، **أولاً**: لأن الهيئة العامةلسوق المال لن توافق على عقد إدارة نشاط صندوق إستثمار يتضمن السماح لمدير الاستثمار بأن ينيب عنه جهة أخرى فى إدارة نشاط الصندوق أو أحد أنشطته بخلاف ما تنظمه المادة ١٦٨ من اللائحة التنفيذية المذكورة ، وموافقة الهيئة علي العقد ضرورية لتنفيذ هذا العقد وحصول الصندوق على ترخيص مزاولة النشاط .

ثانيا : نظراً لما يحيط بعقد إدارة نشاط الصندوق من ظروف خاصة تتمثل فى قيامه على الإعتبار الشخصى فى مدير الاستثمار ، بما لا يسمح له فى أن ينيب غيره فى القيام بمهتمه التى تم إختياره لها على أسس

(١) راجع تفصيلاً ، د/ السنهورى ، المرجع السابق ، ص٦٢٩ - ٦٣١ .

معنية حققت فيه الكفاءة وحسن السمعة التى قد لا تتوافر فى نائبه .

ولذلك لن يخلو عقد الادارة فى الغالب من شرط يحظر مثل هذه الإنابة . وحتى فى حالة عدم وجود هذا الشرط فإنه يمكن القول بأنه يوجد شرط ضمنى يمنع الانابة فى تنفيذ هذا العقد ، الذى يخضع لإجراءات خاصة لا يخضع لها عقد الوكالة العادية [١] .

يضاف إلى ذلك أن الإعتبار الشخصى ، و الكفاءة وحسن السمعة ، الذى يميز عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار هى أمور ليست مقررة لمصلحة شركة الصندوق فقط ، بإعتبارها الموكل ، كما هو الشأن فى عقد الوكالة العادية ، حيث يقوم هو الآخر علي الإعتبار الشخصى ، وإنما هى إعتبارات مقررة للمصلحة العامة ، حيث يرمى المشرع من إشتراطها حماية المصلحة العامة متمثلة فى سوق رأس المال والمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار .

٩٠- ومع ذلك تظل حالة الإنابة المنصوص عليها فى المادة ١٦٨ من اللائحة سالفة الذكر خاضعة للقواعد العامة وتثير بعض التساؤلات أيضاً .

فالنص يشترط ، فى هذه الحالة ، حصول الصندوق على ترخيص بممارسة نشاط آخر فى غير الأوراق المالية ، وحصول مدير الاستثمار على موافقة الهيئة العامة لسوق المال على أن يعهد بإدارة هذا النشاط الجديد إلى جهة متخصصة . وهنا يثور التساؤل عن مركز شركة صندوق الاستثمار ذاته من هذة الإنابة ، أليس من المفروض الحصول على موافقتها هى الأخرى قبل موافقة الهيئة المذكورة على أن يعهد بإدارة هذا النشاط إلى جهة أخرى ؟ ثم إن النص يقرر أن يظل مدير الاستثمار مسئولاً عن هذه الجهة ، هل هذه

---

(١) راجع بشأن تفويض مدير محفظة الأوراق المالية لشخص آخر فى ادارتها فى القانون الفرنسى ، ميشيل ستورك ، المرجع السابق ، رقم ٤٨ ومابعده .

المسئولية أساسها القواعد العامة للوكالة أم هذا النص ؟ وهل هى مسئولية عن خطأ شخصى أم مسئولية عن خطأ الغير ؟ فى الواقع كل هذه التساؤلات تأتى من تدخل اللائحة التنفيذية بوضع أحكام لا تدخل فى إختصاصها . ولذلك ننظر إلى الإنابة فى هذه الحالة بترتيبها المنطقى من الناحية القانونية بما يتفق مع القواعد العامة .

حيث يبدأ الأمر بأن تطلب شركة الصندوق من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال الترخيص بتوسيع نشاط صندوق الاستثمار الذى أنشأته من قبل ، وذلك بالسماح له بالإستثمار فى نشاط آخر بالإضافة إلي لاستثمار فى الأوراق المالية . ويشترط لكى تحصل شركة الصندوق على هذا الترخيص أن تقدم دراسة تتضمن بيانا بمجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات الأخرى التى ترغب الاستثمار فيها ومبررات ذلك ونتائج الاستثمار المتوقعة [١] . وعلي شركة الصندوق أن توضح ما إذا كان هذا النشاط الجديد سيتم إدارته بواسطة مدير الاستثمار الذى يتولى إدارة نشاط الأوراق المالية للصندوق ، أم أنها تأذن لمدير الاستثمار بأن يعهد بإدارة هذا النشاط الجديد إلى جهة متخصصة مستقلة . فإذا كان الفرض الأخير هو الذى سيتم فإنه يجب على مدير الاستثمار أن يحصل على موافقة الهيئة العامة لسوق المال علي قيام هذه الجهة بإدارة هذا النشاط . وموافقة الهيئة فى هذه الحالة الغرض منها التحقيق من توافر الكفاءة وحسن السمعة واليسر المالى فى هذه الجهة كما راقبت توافر ذلك عند قيد مدير الاستثمار فى السجل المعد لذلك لديها .

وهكذا يتضح أن إنابة مدير الاستثمار للجهة التى يعهد إليها بإدارة

(١) راجع المادة (١٤٠) من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

النشاط الجديد يتم بناء على إتفاق بين المدير وشركة الصندوق ولاتكفى موافقة الهيئة العامة لسوق المال ، لأنها شرط إجرائى لكى تقوم الجهة المتخصصة بإدارة النشاط الجديد .

٩١- إتفاق مدير الاستثمار مع شركة الصندوق على أن يعهد مدير الاستثمار بإدارة النشاط الجديد للصندوق إلى جهة متخصصة أخرى قد يتضمن إسم هذه الجهة وقد يقتصر على الإذن للمدير بالإنابة ويترك له إختيار هذه الجهة والحصول على الموافقة المطلوبة من الهيئة العامة لسوق المال . ولكن يبرم العقد فى الحالتين بين مدير الاستثمار وهذه الجهة التى يعهد إليها بإدارة النشاط الجديد .

وطبقا للقواعد العامة فى الوكالة تختلف مسئولية مدير الاستثمار فى مواجهة شركة الصندوق عن إدارة هذه الجهة (وكيل مدير الاستثمار) للنشاط الجديد تبعا لما إذا كانت شركة الصندوق قد حددت لمدير الاستثمار هذه الجهة التى يعهد إليها بإدارة النشاط الجديد أم أن مدير الأستثمار هو الذى إختار هذه الجهة ، وفى الحالتين فإن مدير الاستثمار هو الذى يتعاقد مع هذه الجهة . فإذا كانت شركة الصندوق هى التى إختارت الجهة التى يعهد إليها بإدارة النشاط الجديد ، فإن مدير الاستثمار يسأل عن خطئه فيما أصدره إلي هذه الجهة من تعليمات تتعلق بإدارة هذا النشاط . ومسئولية مدير الأستثمار فى هذه الحالة عن خطئه الشخصى وليس عن خطأ نائبه الذى يدير النشاط الجديد ، ومن ثم فلا يوجد تضامن بينهما فى مواجهة شركة الصندوق عما يقع من هذه الجهة من أخطاء فى إدارة النشاط الجديد .

أما إذا كان مدير الاستثمار هو الذى إختار الجهة التى يعهد إليها بإدارة النشاط الجديد للصندوق فإنه يسأل عن خطئه فى إختيار هذه الجهة وعن خطئه فيما أصدره له من تعليمات (م٧٠٨/٢ مدنى) . ولا يوجد فى هذه الحالة أيضا تضامن بين مدير الاستثمار وهذه الجهة التى تتولى إدارة النشاط الجديد ، لأن مدير الاستثمار يسأل عن خطئه الشخصى فى الإختيار أو فى إصدار التعليمات . أما الجهة المذكورة فتسأل عن أخطائها الفنية فى إدارة هذا النشاط أمام شركة الصندوق [١] .

وفى الحالتين تنعقد مسئولية الجهة التى تتولى إدارة النشاط الجديد للصندوق تجاه شركة الصندوق مباشرة طبقا للقواعد الخاصة بمسئولية مدير الاستثمار عن إدارة نشاط الصندوق ، لأن القاعدة العامة تقضى بأنه يجوز للموكل (شركة الصندوق) ولنائب الوكيل (الجهة المتخصصة) أن يرجع كل منهما على الآخر مباشرة (م ٧٠٨ /٣ مدنى) .

وعلى ذلك تلتزم هذه الجهة بأن تبذل فى إدارة النشاط الجديد عناية الرجل الحريص وأن تعمل على حماية مصالح الصندوق فى كل تصرف أو إجراء بما فى ذلك مايلزم من تحوط لأخطار السوق وتنويع أوجه الاستثمار وتجنب تضارب المصالح بين حملة وثائق الاستثمار والمساهمين فى الصندوق والمتعاملين معه (م ١٧١ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر) .

هل توجد مسئولية تضامنية بين المدير والجهة التى تدير النشاط الجديد :

٩٢ ـ قررت المادة ١٦٨ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة

---

(١) راجع فى القواعد العامة ، د/ السنهورى ، المرجع السابق ، ص٦٢٩ - ٦٣١ .

١٩٩٢ أنه « ويظل مدير الاستثمار مسئولاً عن هذه الجهة » ومن هنا يثور التساؤل عما إذا كان المقصود هو جعل هذا الحكم تطبيقاً للفقرة الأولى من المادة ٧٠٨ من القانون المدنى التى تنص على أنه « إذا أناب الوكيل عنه غيره فى تنفيذ الوكالة دون أن يكون مرخصا له فى ذلك ، كان مسئولاً عن عمل النائب كما لو كان هذا العمل قد صدر منه هو ، ويكون الوكيل ونائبه فى هذه الحالة متضامنين فى المسئولية » . ولكن الإجابة على هذا التساؤل بالإيجاب يفترض أن مدير الاستثمار قد عهد إلى هذه الجهة بإدارة النشاط الجديد دون أن يرخص له فى ذلك من شركة الصندوق ، بإعتبارها هى الموكل لمدير الأستثمار (الوكيل) فى إدارة نشاط الصندوق كله [(١)] .

وهذا الإفتراض كما رأينا لا يعبر عن حقيقة الوضع ، لأن الترخيص لمدير الأستثمار يقدم ضمن الدراسة التى تعدها شركة الصندوق وتقديمها إلى الهيئة العامة لسوق المال للحصول على ترخيص بالنشاط الجديد.

ولو إفترضنا جدلاً أن الفرض السابق قائم فإن الحكم الذى جاءت به اللائحة يعتبر تطبيقا للمادة ٧٠٨ / ١ من القانون المدنى .

أما فى الحالات التى يعهد فيها مدير الاستثمار إلى هذه الجهة بإدارة النشاط الجديد لصندوق الأستثمار بناء على إذن من شركة الصندوق فإن القواعد العامة لا تقرر وجود مسئولية تضامنية بين مدير الاستثمار وهذه الجهة فى مواجهة شركة الصندوق عن تعويض الأضرار الناشئة عن الأخطاء التى تقع من هذه الجهة فى إدارة النشاط الجديد ، ولكن ظاهر المادة ١٦٨ من اللائحة يقرر هذه المسئولية ،وهو حكم يصعب التسليم به من الناحية

---

(١) راجع المادة ١٦٣ من اللائحة التنفيذية سالفة الذكر .

القانونية ، مالم يوجد إتفاق صريح يُحمل مدير الاستثمار المسئولية عن الجهة التى عهد إليها بإدارة النشاط الجديد ، لأن اللائحة قررت أحكام وقواعد جديدة خارجة عن إختصاصها الأصيل وهو وضع القواعد اللازمة لتنفيذ القانون .

ومن الناحية العملية فإن الهيئة العامة لسوق المال لن توافق على قيام هذه الجهة بإدارة النشاط الجديد مالم يتعهد مدير الاستثمار صراحة بمسئوليته عن هذه الجهة ، وفى هذه الحالة يقوم التضامن بمقتضى الإتفاق والشرط الصريح فى العقد .

أحكام دعوى المسئولية ضد مدير الاستثمار

٩٥ ـ تقام دعوى المسئولية l'action en responsabilité ضد مدير الاستثمار عن الأخطاء والمخالفات القانونية التي تقع منه فى إدارة نشاط صندوق الاستثمار إذا نتج عن ذلك ضرر .

والمدعى فى دعوى المسئولية قد يكون شركة الصندوق ، وهى تقيم دعواها على أساس المسئولية العقدية ، حيث يجب عليها إثبات الخطأ فى جانب مدير الاستثمار والضرر الذى لحقها من جراء هذا الخطأ . ويستوى أن يكون خطأ مدير الاستثمار عدم بذل العناية الواجبة (عناية الرجل الحريص) فى إدارة نشاط صندوق الأستثمار مما تسبب عنه خسائر للصندوق . وقد يكون الخطأ قيام المدير بأحد الأعمال التى حظر عليه المشرع القيام بها فى المادة ١٦٩ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، حيث أن قيامه بهذه الأعمال دليل على عدم بذل عناية الرجل الحريص وليس لمحكمة الموضوع سلطة تقديرية فى تقرير الخطأ إذا ثبت لديها قيامه بهذا العمل المحظور .

فإذا أثبتت شركة الصندوق الخطأ والضرر وعلاقة السببية فإن مدير الاستثمار يلتزم بتعويض الأضرار التى أصابتها طبقا للقواعد العامة فى المسئولية العقدية ، لأن مدير الاستثمار يرتبط بعقد إدارة مع شركة الصندوق .

وقد يكون المدعى في دعوى المسئولية أصحاب وثائق الاستثمار في الصندوق . وتقام الدعوي على أساس المسئولية التقصيرية ، لأن مدير الاستثمار لا يرتبط بعلاقة عقدية مع هؤلاء . ولكن يلتزم بتعويضهم عن الأضرار التى أصابتهم من جراء الأخطاء التى وقعت منه فى إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، طبقا للقاعدة العامة التى تقضى بأنه « كل خطأ سبب ضرراً للغير يلزم من إرتكبه بالتعويض » (م١٦٣ مدنى) . وطبقاً للمادة ١٤٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ٩٢ التى تفرض على الصندوق عدم إتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الاستثمار، وهو إلتزام يقع على عاتق مدير الاستثمار بإعتباره الجهة التى يعهد إليها بإدارة نشاط الصندوق وتحديد الإستراتيجية اللازمة لتنفيذ السياسة الاستثمارية للصندوق . وعلى ذلك إذا أخطأ مدير الاستثمار فى تحديد الإستراتيجية المناسبة ، وفقا لمعيار المدير الحريص ، لتنفيذ السياسة الإستثمارية للصندوق بما يحافظ علي حقوق ومصالح حملة الوثائق، بل إنها أدت إلى إنهيار قيمتها أو عدم حصولهم على العائد المتوقع فإنه يلتزم بتعويض الضرر الذى أصابهم من جراء هذا الخطأ . كما تنعقد مسئولية مدير الاستثمار فى مواجهة أصحاب وثائق الاستثمار إذا كان الضرر ناشىء عن قيام المدير بالأعمال التى حظر عليه المشرع القيام بها .

ودعوى المسئولية التى يرفعها أصحاب وثائق الاستثمار قد ترفع بصفة فردية من كل واحد منهم مطالباً بتعويض الضرر الشخصى الذى لحقه من جراء أخطاء مدير الاستثمار ، كما قد ترفع بصفة جماعية عن طريق جماعة حملة وثائق الاستثمار التى تؤسس طبقا للمادة ١٣ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمادة ٧٠ وما بعدها من لائحته التنفيذية . ويتولى الممثل القانونى لهذه الجماعة رفع الدعوى بإسمها ، وفى هذه الحالة يجب إثبات الخطأ والضرر الذى أصاب الجماعة من جراء الأخطاء التى وقعت من مدير الاستثمار ، وهو ضرر مستقل عن الضرر الذى أصاب كل واحد من أعضائها .

١١٣ - نظراً لأن المشرع لم يضع ضمن القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قاعدة خاصة بتحديد مدة تقادم le délai de prescription دعوى المسئولية التى تقام ضد مدير الاستثمار ، ومن ثم تنطبق عليها القواعد العامة لتقادم دعوى مسئولية الوكيل عن خطئه في تنفيذ الوكالة وهى خمسة عشرة سنة من تاريخ إنتهاء الوكالة [١] .

ثانيا: المسئولية الجنائية لمدير الاستثمار

١١٤ - نظراً لأهمية المجالات الإقتصادية التى ينظمها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والخطورة التى تصيب الكيان الإقتصادى والإجتماعى للدولة فى حالة الإنحراف عن الهدف الذى ينشده المشرع ، فقد حدد فى الباب السادس من القانون سالف الذكر العقوبات المقررة للأفعال والتصرفات التي تتم بالمخالفة لأحكامه . ولما كان مدير الاستثمار من الجهات التى تعمل

---

(١) راجع د/ السنهورى ، المرجع السابق ، رقم ٢٥٦ ، ص ٦٠٨.

وفقا لهذا القانون ولائحته التنفيذية فإنه يتعرض لهذه العقوبات إذا وقع منه أي فعل أو تصرف مما جعله المشرع جريمة فى هذا القانون .

وعلى ذلك يعاقب مدير الاستثمار طبقا للمادة (٦٣) بالحبس لمدة لاتزيد على خمسة سنوات وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه ، أو بإحدى هاتين العقوبتين ، وذلك مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد ، منصوص عليها فى أى قانون آخر ، إذا باشر نشاطه قبل الحصول على الترخيص المطلوب ، أو أثبت عمداً فى الترخيص أو التقارير أو الوثائق بيانات غير صحيحة أو مخالفة لأحكام هذا القانون أو غير فى هذه البيانات بعد إعتمادها من الهيئة العامة لسوق المال أو بعد عرضها عليها . وكذلك إذا قام بالتزوير فى السجلات أو أثبت فيها عمداً وقائع غير صحيحة ، وأيضا إذا عمل . (أثناء تداول الأوراق المالية) على قيد سعر غير حقيقى أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق .

كما يعاقب بموجب المادة (٦٤) ، مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها فى أى قانون آخر ، بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولاتزيد على خمسين ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين إذا أفشى سراً إتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون ، أو حقق نفعا منه هو أو زوجته أو أولاده أو ثبت فى تقاريره وقائع غير صحيحة ، أو أغفل فى هذه التقارير وقائع تؤثر فى نتائجها .

وإذا تصرف فى أوراق مالية على خلاف القواعد المقررة فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فإنه يعاقب بغرامة لا تقل عن خمسة آلاف جنيه ولاتزيد على عشرة آلاف جنيه (م٦٦) .

وتضع المادة ٦٧ جزاء جنائى لضمان إحترام القواعد المقررة بموجب اللائحة للقانون سالف الذكر ، ولذلك تنص على أنه « مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد ، منصوص عليها فى أى قانون آخر ، يعاقب بغرامة لاتقل عن ألفى جنيه ولاتزيد على عشرة آلاف جنيه كل من يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها فى اللائحة التنفيذية لهذا القانون » .

وفى مجال العقوبات التكميلية تنص المادة (٦٩) على أنه « يجوز فضلاً عن العقوبات المقررة للجرائم المنصوص عليها فى المواد السابقة ، الحكم بالحرمان من مزاولة المهنة أو بحظر مزاولتها النشاط الذى وقعت الجريمة بمناسبته ، وذلك لمدة لاتزيد على ثلاث سنوات . ويكون الحكم بذلك وجوبيا فى حالة العود ».

المبحث الثانى

إنتهاء عمل مدير الاستثمار

تمهيد:

١١٥ - لم يحدد المشرع فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، ولا في لائحته التنفيذية ، أسباب خاصة ينتهى بها عمل مدير الاستثمار ، وإنما أوجبت المادة ٥/١٦٧ من اللائحة أن يتضمن عقد إدارة نشاط الصندوق ، المبرم بين مدير الاستثمار وشركة الصندوق ، بيانا خاصاً بحالات إنهاء وفسخ العقد . ولما كان هذا البيان من البيانات التى يجب أن يتضمنها العقد فإن الهيئة العامة لسوق المال لن توافق على العقد الذى يخلو من هذا البيان ، عندما يعرض عليها العقد لتتحقق من إتفاق أحكامه مع القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له ، بإعتباره عقد لا يتفق مع أحكام المادة ٥/١٦٧ من اللائحة التنفيذية .

وأمام عدم وجود نص خاص فى القانون أو اللائحة التنفيذية ، ومع مراعاة وجود بيان يحدد حالات إنهاء وفسخ العقد ضمن شروطه ، فإنه ينطبق على عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، بإعتباره عقد وكالة ، القواعد العامة المتعلقة بإنتهاء وفسخ عقد الوكالة [١]. حيث تنتهى الوكالة إما نهاية طبيعية عن طريق تنفيذها ، سواء بإتمام العمل محل الوكالة ، وهو إدارة نشاط صندوق الاستثمار ، أو بإنقضاء الأجل المحدد لتنفيذها سواء كان التحديد بالزمن أو بإتمام المهمة ، وبالنسبة لمدير الاستثمار لا يتم غالباً تحديد أجل وكالته عن صندوق الاستثمار بمدة معينة وإنما تتحدد

---

(١) راجع تفصيلا ، د/ السنهورى ، المرجع السابق ، ص ٨٤٤ - ٨٥٠ .

بإنقضاء الصندوق ذاته . كما قد تنتهى الوكالة قبل تمام تنفيذها ، وذلك فى حالة إستحالة التنفيذ ، حيث نصت المادة ٣٧٣ على أنه « ينقضى الإلتزام إذا أثبت المدين أن الوفاء به أصبح مستحيلاً عليه لسبب أجنبى لأيد له فيه » كأن يصدر قرار من الجهات المختصة بسحب الترخيص الممنوح لصندوق الاستثمار بمزاولة نشاطه مثلاً . كما تنتهى الوكالة قبل تمام تنفيذها بفسخ العقد طبقا للقواعد العامة ، التى تسمح ، فى العقود الملزمة للجانبين ، لأحد الطرفين أن يطلب فسخ العقد إذا لم يوف الطرف الآخر بإلتزاماته الناشئة عن هذا العقد [١] .

ولما كانت هذه أسباب عامة تسرى علي كافة العقود فإننا سنقتصر علي دراسة الأسباب الخاصة بإنتهاء الوكالة ، وسنتناول أولاً . الأسباب التى ترجع إلى زوال الإعتبار الشخصى ، ثم نتناول إنتهاء الوكالة بإرادة أحد الطرفين ، سواء بعزل الوكيل من عمله أو بتنحيه عن القيام به .

أولا : الأسباب التي ترجع إلى زوال الإعتبار الشخصى .

١١٦ - يعتبر عقد الوكالة من العقود التى تقوم على الإعتبار الشخصى بالنسبة لطرفيه بما يعنى أن كل منهما لا يمكنه الثقة إلا فى الآخر لكي يقوم بالعمل محل العقد . ولذلك نصت المادة ٧١٤ من القانون المدنى علي أنه « تنتهى الوكالة بإتمام العمل الموكل فيه أو بإنتهاء الأجل المعين للوكالة وتنتهى أيضا بموت الموكل أو الوكيل » . ولما كان الموكل والوكيل فى عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار ليسا من الأشخاص الطبيعيين وإنما من الأشخاص الإعتبارية ، فإن الحديث فى هذا المجال

(١) راجع المواد من ١٥٧ إلى ١٦١ من القانون المدنى المصرى .

يكون عن إنتهاء وكالة مدير الاستثمار للأسباب التى تعادل موت الموكل أو الوكيل ، وهى إنقضاء الصندوق أو شركة الصندوق وإنقضاء الشخص المعنوى الذى يقوم بإدارة نشاط الصندوق .

إنقضاء الصندوق أو شركة الصندوق :

١٠٧ - يرتبط مدير الاستثمار بعقد إدارة مع الشركة التى أسست صندوق الاستثمار يلتزم بموجبه بإدارة نشاط هذا الصندوق . وقد حددت اللائحة التنفيذية الأسباب التي ينقضى بها صندوق الاستثمار ، حيث نصت المادة (١٦٢) منها على أنه « ينقضى الصندوق إذا وإنخفض عدد وثائق الأستثمار إلى (٥٠ ٪) من إجمالى عدد الوثائق المكتتب فيها . مالم يقرر أغلبية حملة الوثائق إستمرار نشاطه فى إجتماع تدعو إليه الشركة ويحضره ممثل الهيئة .

ويجب على الشركة الدعوة إلي هذا الإجتماع خلال أسبوع من التاريخ الذى ينخفض فيه عدد الوثائق إلى الحد المشار إليه وإلا قامت الهيئة بالدعوة إلى هذا الإجتماع .

وفى جميع الأحوال يجب أن يعقد الإجتماع خلال الأسبوع التالى لتوجيه الدعوة .

وينقضى الصندوق فى جميع الأحوال إذا إنخفض عدد الوثائق عن (٢٥٪) من العدد المكتتب فيه » .

أما شركة الصندوق ، فهى من شركات المساهمة ، وبالتالى تنقضى بالأسباب العامة لإنقضاء الشركة عموماً والأسباب الخاصة بشركة المساهمة(١).

---

(١) راجع :د/ مصطفى كمال طه ، المرجع السابق ، ص ٤١٢ ومابعدها

وإذا كانت وكالة مدير الاستثمار تنتهى بإنقضاء الصندوق أو بإنقضاء الشركة التي أنشأته ، إلا أن هذه الوكالة تستمر خلال المدة اللازمة لتصفية الصندوق ، ولكن تنحصر سلطات المدير فى حدود أغراض التصفية [١]، ومن ثم لا يجوز له أن يبدأ أعمال جديدة إلا إذا كانت ضرورية لإتمام إجراءات التصفية .

١٠٨ - ومن الجدير بالذكر أن إفلاس شركة الصندوق لا يعتبر سبباً من أسباب إنقضاء الشركة أو الصندوق ، ومن ثم تظل الشركة (والصندوق بإعتباره مشروع الشركة) مستمرة فى عملها ، ولكن تحت إشراف مأمور التفليسة وبواسطة وكيل الدائنين . ونظراً لأن إدارة نشاط صندوق الأستثمار تحتاج إلى شروط معينة فيمن يتولاها (مدير الاستثمار)، وهي شروط لا تتوافر عادة فى وكيل الدائنين ، فإن إفلاس شركة الصندوق لا يؤدى فى ذاته إلى إنتهاء مهمة مدير الاستثمار [٢]، ولكنه سيتولى إدارة نشاط الصندوق تحت إشراف مأمور التفليسة خلال فترة الإجراءات التمهيدية التى تبدأ منذ صدور حكم الإفلاس وحتى إجتماع الدائنين فى جمعية الصلح التى ستقرر إما الصلح مع شركة الصندوق وإما أن يصبح الدائنون فى حالة إتحاد ، حيث تبدأ إجراءات تصفية الذمة المالية للشركة ، بما فيها حصتها فى صندوق الاستثمار ، لكى توزع حصيلة التصفية على دائنيها ، فإذا بقى بعد التوزيع مبالغ تصل إلى الحد الأدنى لرأسمال الشركة فإنها يمكن أن

---

(١) د/ السنهورى ، المرجع السابق ، رقم ٣٣١ ، ص ٨٥٣.

(٢) من الجدير بالذكر أنه يجوز لمدير الاستثمار أن يتنحى عن مهمته لزوال الاعتبار الشخصى بافلاس شركة الصندوق وهى الطرف الثانى فى عقد إدارة نشاط المشروع .

تستمر ، وبالتالي يستمر الصندوق ، أما إذا إنخفضت هذه المبالغ عن الحد الأدنى فإن ذلك يؤدى إلي إنقضاء الشركة لعدم كفاية المبلغ الباقى لكى تمارس الشركة نشاطها . وبالتالى تنتهى وكالة مدير الاستثمار ، ويبدأ فى تصفية الشركة والصندوق .

إنقضاء الشركة مدير الاستثمار :

١٠٩ ـ لما كان مدير الاستثمار هو شركة من شركات المساهمة العاملة فى مجال الأوراق المالية فإنها تنقضى بالأسباب العامة لإنقضاء الشركة عموماً والأسباب الخاصة بشركة المساهمة ، [١] وعلى أثر ذلك تنتهى وكالة مدير الاستثمار .

ولا يعتبر الحكم بإشهار إفلاس مدير الاستثمار سبباً لإنقضائه ، كشركة مساهمة ، ولكنه يكون مبرراً لكى تنهى شركة الصندوق (الموكل) وكالة مدير الاستثمار (الوكيل) لأن إشهار الإفلاس يزيل الإعتبار الشخصى الذى يقوم عليه عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار

ثانيا : الأسباب التى ترجع لإرادة طرفى العقد :

١١٠ ـ يعتبر عقد الوكالة عقد غير لازم ، ومن ثم يجوز لكل واحد من طرفيه أن يعلن الطرف الآخر بإنهاء الوكالة فى أى وقت قبل تمام تنفيذه ، أى أنه يجوز للموكل أن يعزل الوكيل[٢] كما يجوز للوكيل أن يتنحى عن المضى فى تنفيذ الوكالة .

---

(١) راجع فى هذه الأسباب د/ مصطفى كمال طه ، المرجع السابق ، ص٤١٢ ومابعدها.

(٢) راجع تفصيلا ، أ.د/ أحمد شوقى محمد عبدالرحمن ، مدى سلطة الموكل فى إنهاء عقد الوكالة بإرادته المنفردة ، طبعة ١٩٨١ .

عزل مدير الاستثمار :

١١١ ـ تنص المادة ٧١٥ من القانون المدنى على أنه « يجوز للموكل فى أى وقت أن ينهى الوكالة أو يقيدها ولو وجد إتفاق يخالف ذلك. فإذا كانت الوكالة بأجر فإن الموكل يكون ملزما بتعويض الوكيل عن الضرر الذى لحقه من جراء عزله فى وقت غير مناسب أو بغير عذر مقبول .

غير أنه إذا كانت الوكالة صادرة لصالح الوكيل أو لصالح أجنبى ، فلا يجوز للموكل أن ينهي الوكالة أو يقيدها دون رضاء من صدرت الوكالة لصالحه » .

وبتطبيق هذا النص علي عقد إدارة نشاط صندوق الاستثمار يكون من حق شركة الصندوق أن تنهى وكالة مدير الاستثمار أو تقيدها فى أى وقت .

ويرى الفقه [١] أن حق الموكل (شركة الصندوق) فى إنهاء الوكالة أو تعديلها علي هذا النحو يعتبر من النظام العام ، وبالتالى لا يجوز الإتفاق على حرمانه منه بموجب شرط فى العقد أو فى إتفاق لاحق ، وإذا وجد مثل هذا الشرط يعتبر باطلاً وكأن لم يكن ولا يلغى حق الموكل فى إنهاء الوكالة الذى يجوز له إستعماله ولو وجد إتفاق يخالف ذلك ، ويجب إخطار الوكيل بالعزل حتى يرتب أثره[٢] ومع ذلك يظل مدير الاستثمار ملتزما بأن يصل بالأعمال التى بدأها إلى حالة لا تعرض مصالح الصندوق للضرر [٣] .

---

(١) راجع د/ السنهورى ، المرجع السابق ، ص ٨٦٢.د/ أحمد شوقى عبدالرحمن ، المرجع السابق ، رقم ٣٠ ، ص ٢٩

(٢) راجع تفصيلا ، د/ أحمد شوقى عبدالرحمن ، المرجع السابق ، ص١٨ ومابعدها.

(٣) وفى هذا الشأن تنص المادة ١/٧١٧ مدنى على أنه : " على أى وجه كان إنتهاء الوكالة ، يجب على الوكيل أن يصل بالأعمال التى بدأها إلى حالة لاتتعرض معها للتلف .

ولما كانت وكالة مدير الاستثمار عن شركة الصندوق وكالة بأجر فإن الشركة تلتزم بتعويض مدير الاستثمار عن الضرر الذى لحقه من جراء عزله فى وقت غير مناسب أو بغير عذر مقبول ، لأن شركة الصندوق (الموكل) فى هاتين الحالتين تكون متعسفة فى إستعمال حق عزل الوكيل . وتختص محكمة الموضوع بمالها من سلطة تقديرية بتحديد ما إذا كان العزل قد تم فى وقت غير مناسب أم لا ، كما تقدر السبب الذى دفع الموكل إلى إنهاء الوكالة وعزل الوكيل وما إذا كان يعتبر عذرا مقبولا أم لا . فإذا وجدت أن الوقت كان مناسبا وأن العذر مقبول فلا تثريب على الموكل فى إنهاء الوكالة وعزل الوكيل . أما إذا تبينت أن الوقت الذى إستخدم فيه الموكل حق عزل الوكيل كان وقت غير مناسب أو أنه كان وقت مناسب ولكنه بدون عذر مقبول ، فإنها تقضى بإلزام الموكل بتعويض الوكيل عن الضرر الذي أصابه من جراء ذلك ، سواء كان ضرر مادى أو أدبى . ويقع عبء إثبات الخطأ والضرر وعلاقة السببية على عاتق الوكيل المعزول .

١١٢ ـ ويلاحظ فى هذا المجال أن المشرع (م٧١٥/ ٢ مدنى) يقيد حق الموكل فى إنهاء الوكالة وعزل الوكيل ، إذا كانت الوكالة مقررة لمصلحة شخص أجنبى عن عقد الوكالة ، بأنه لا يجوز له أن ينهى الوكالة دون رضاء من صدرت الوكالة لصالحه [١]. وهنا يثور التساؤل عن مركز المدخرين أصحاب وثائق الأستثمار فى الصندوق ، هل يشترط حصول شركة الصندوق على رضائهم قبل إنهاء وكالة مدير الصندوق وعزله ؟ والسبب فى إثارة هذا التساؤل أننا رأينا أن من بين الأسباب التى دفعت المشرع المصرى إلى إختيار أسلوب الإدارة الفنية المتخصصة لصندوق الاستثمار هو المحافظة على مصالح هؤلاء المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار ؟

---

(١) راجع تفصيلا ، بشأن تحديد مصلحة الوكيل أو الغير فى عقد الوكالة ، د/ أحمد شوقى عبدالرحمن ، المرجع السابق ، ص ٢٥ ومابعدها .

في الواقع رغم أن مصلحة أصحاب وثائق الاستثمار تتأثر بمدى إختيار شركة الصندوق لمدير إستثمار ناجح وكفء ، إلا أنه لا يمكن القول بأن وكالة مدير الاستثمار عن شركة الصندوق مقررة لصالح هؤلاء بالمعنى المقرر فى المادة ٢/٧١٥ من القانون المدنى ، لأن مصلحة أصحاب الوثائق ومصلحة الصندوق يفترض أنها مصلحة واحدة ، ويفرض المشرع على الصندوق عدم إتباع سياسة من شأنها الإضرار بمصالح هؤلاء أو تجعل مصالحهم تتعارض مع مصلحة الصندوق . وعلى ذلك يمكن القول بأن الوكالة مقررة لمصلحة الصندوق ، ومصلحة هؤلاء ليست مستقلة عن مصلحة الصندوق ، كما أن عقد إدارة نشاط الصندوق لايمكن القوب بأنه يتضمن إشتراطا لمصلحة هؤلاء [١]. ومع ذلك لايوجد مايمنع ممثل جماعة حملة وثائق الاستثمار، التي أصدرتها شركة الصندوق ، من إبداء رأى الجماعة بشأن عزل مدير الاستثمار وإنهاء وكالته إذا عرض هذا الموضوع أثناء إجتماع الجمعية العامة للشركة ، التي يكون حاضراً فيها دون أن يكون له صوت معدود فى المداولات . كما يجوز له أن يعرض هذا الرأى ضمن قرارات وتوصيات الجماعة التي يعرضها على مجلس إدارة الشركة أو الجمعية العامة للشركة ويثبت محتواها فى محضر الجلسة [٢]. ولكن كل هذه الآراء والمقترحات والتوصيات والقرارات التي تصدرها الجماعة فى هذا الشأن غيرملزمة لشركة الصندوق ، ومن ثم يجوز لها عزل مدير الاستثمار دون موافقة هذه الجماعة ، لأن تعيين وعزل مدير الاستثمار يعتبر من الأمور المتعلقة بادارة الشركة وهو مالايجوز للمثل القانونى للجماعة أن يتدخل فيه .

---

(١) راجع فى معيار مصلحة الغير فى عقد الوكالة ، د/ أحمد شوقى عبدالرحمن ، المرجع السابق ، رقم ٣٣.

(٢) راجع المادة ٧٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

تنحى مدير الاستثمار عن ادارة الصندوق

١١٣ - تنص المادة ١/٧١٦ من القانون المدني على أنه " يجوز للوكيل أن ينزل فى أى وقت عن الوكالة ولو وجد اتفاق يخالف ذلك ، ويتم التنازل باعلان الموكل . فإذا كانت الوكالة بأجر فإن الوكيل يكون ملزما بتعويض الموكل عن الضرر الذى لحقه من جراء التنازل فى وقت غير مناسب وبغير عذر مقبول " .

وبتطبيق هذا النص على مدير الاستثمار ، باعتباره وكيلا عن شركة الصندوق فى إدارة نشاط الصندوق ، يكون من حقه التنحى عن الاستمرار فى إدارة نشاط صندوق الاستثمار . ويتم التنحى عن الادارة والتنازل عن الوكالة باعلان يوجه من مدير الاستثمار إلى شركة الصندوق ، واعتباراً من وصول هذا الاعلان إلى علم الشركة يبدأ التنازل فى ترتيب آثاره ، ومع ذلك يظل مدير الاستثمار ملتزما بأن يصل بالأعمال التي بدأها إلى حالة لا تتعرض معها مصلحة الصندوق للضرر [1].

ولما كانت وكالة مدير الاستثمار عن شركة الصندوق وكالة بأجر فإنه يجب أن يتم التنازل عنها فى وقت مناسب وبعذر مقبول ، فإذا تمت على خلاف ذلك ، بأن تنازل مدير الاستثمار عن الوكالة فى وقت غير مناسب وبعذر غير مقبول ، أعتبر متعسفا في إستخدام حق التنازل عن الوكالة ، وبالتالى يلتزم بتعويض الاضرار التي أصابت شركة الصندوق من جراء ذلك ، ويقع على الشركة عبء إثبات عدم مناسبة الوقت وعدم وجود السبب المبرر للتنازل عن الوكالة . ويدخل تقدير ذلك ضمن السلطة التقديرية لمحكمة الموضوع ، كما أن على الشركة إثبات الضرر الذى أصابها وعلاقة السببية .

(١) راجع المادة ١/٧١٧ مدنى .

ويعتبر حق الوكيل فى التنازل عن الوكالة من النظام العام ، كما هو الشأن بالنسبة لحق الموكل فى عزل الوكيل ، ومن ثم لايجوز الاتفاق علي حرمانه من هذا الحق ، سواء ورد الاتفاق فى عقد ادارة نشاط الصندوق أو فى اتفاق لاحق ، وإذا وجد مثل هذا الشرط فإنه يكون باطلا بطلانا مطلقا ويعتبر كأن لم يكن وبالتالى يجوز له التنازل عن الوكالة رغم وجود هذا الاتفاق المخالف .

١١٤ - وكما هو الشأن بالنسبة لعزل مدير الاستثمار [1]، فإنه لايمكن إعتبار الوكالة مقررة لمصلحة المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار فى الصندوق ، رغم أنها تحافظ على هذه المصلحة مع تحقيق مصلحة الصندوق ، ومن ثم لا تنطبق الفقرة الثانية من المادة ٧١٦ سالفة الذكر التي تنص على أنه : " لايجوز للوكيل أن ينزل عن الوكالة متى كانت صادرة لصالح أجنبى إلا إذا وجدت أسباب جدية تبرر ذلك ، على أن يخطر الأجنبى بهذا التنازل ، وأن يمهله وقتا كافيا ليتخذ مايلزم لصيانة مصالحه ".

---

(١) راجع ماسبق ص ، رقم ١١٢.

خاتمة البحث

١ - يتضح من هذا البحث أن مدير الاستثمار يقوم بدور هام فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية ، حيث يُعهد إليه بإدارة نشاط صندوق الاستثمار ، الذى استحدثه المشرع بموجب القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ليكون وعاء إدخارى استثمارى جديد يلبى حاجة قطاع كبير من المدخرين الذين يرغبون فى الاستثمار فى مجال الأوراق المالية ولكنهم يحجمون عن ذلك ، إما لعدم توافر الخبرة والكفاءة أو لعدم توافر الأموال اللازمة لتكوين محفظة أوراق مالية على أساس توزيع المخاطر بما يضمن لهم عائد متزن وآمن ومستقر ، ولاشك فى أن ذلك سيؤدى إلى جذب كثير من المدخرات التي تمثل وسيلة من وسائل تمويلي المشروعات الانتاجية ، كما يساعد الدولة على تنفيذ خطة الاصلاح الاقتصادى وتوسيع قاعدة الملكية .

ولكن نظراً لحداثة نشاط صناديق الاستثمار فى مصر فقد أراد المشرع الا تتم إدارتها ، من الناحية الفنية ، على غرار إدارة الشركة ، ولكنه تبنى نظام الادارة الفنية المتخصصة لهذه الصناديق حيث أوجب أن يعهد الصندوق بإدارة نشاطه إلى جهة متخصصة فى إدارة صناديق الاستثمار ، وقد وضع شروطاً معينة تضمن توافر الكفاءة والثقة وحسن السمعة فى هذه الجهة ، بما يتناسب مع خطورة وأهمية النشاط الذى تقوم به . ولم يقْصر المشرع ممارسة نشاط مدير الاستثمار على شركات المساهمة المصرية وإنما أجاز أن تقوم به جهات أجنبية متخصصة فى هذا المجال . ولاشك أن ذلك سيساعد فى تكوين وتنمية المهارات لدى المصريين العاملين فى هذا المجال بما يؤدى إلى تكوين كوادر مصرية قادرة على قيادة هذا النشاط فيما بعد .

هذا بالاضافة إلى أن وضع إدارة نشاط الصندوق فى يد جهة متخصصة من شأنه حماية مصالح المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار التي تصدرها هذه الصناديق ، ولما كان مدير الاستثمار جهة مستقلة عن الشركة التي أنشأت صندوق الاستثمار ، فإنه يعنى تجنب كثير من المشكلات التى تثار فى شركات المساهمة وغيرها من الشركات التي تدار وفقا لمبدأ سيادة الأغلبية التي كثيرا ما تتعارض مصالحها مع الأقلية ، ومن ثم يكون المشرع فى حاجة للتدخل لحماية الأقلية . فهذا كله لا وجود له بالنسبة للمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار ، حيث لايجوز لهم التدخل فى إدارة الصندوق ، سواء كانت إدارة عامة أو إدارة فنية لنشاطه ، ومع ذلك يتحملون نتائج استثماراته ، إما ربحا أو خسارة . ولذلك جاء تبنى المشرع المصرى لمبدأ الادارة الفنية المتخصصة بواسطة جهة مستقله كوسيلة فاعلة لحماية مصالح هؤلاء من التواطؤ وتعارض المصالح .

وعلي ذلك لايعتبر مدير الاستثمار عضوا فى صندوق الاستثمار ولا أحد الهياكل التنظيمية له ، وإنما هو يرتبط مع شركة الصندوق بعقد إدارة يجعله فى مركز الوكيل عنها فى إدارة نشاط الصندوق . هذه الوكالة تخوله بعض الحقوق والسلطات كما تضع على عاتقه التزامات معينة ، حيث يحصل على أجر مقابل قيامه بادارة نشاط الصندوق طبقا للأسس والقواعد الفنية المعمول بها فى هذا المجال ، وبذلك فهو يتحمل المسئولية القانونية عن الأخطاء التي يرتكبها فى إدارة الصندوق إذا كان من شأنها الإضرار بالصندوق أو بالمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار أو بالغير ، وهذه المسئولية قد تكون مدنية أو جنائية حسب طبيعة الخطأ أو المخالفة التي وقعت منه .

٢ - وقد حاولت اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أن تضع القواعد التى تضمن قيام مدير الاستثمار بمهمته على خير وجه ، حتى لا ينحرف بنشاط صناديق الاستثمار عن الهدف الذى حدده المشرع وهو إستثمار المدخرات فى مجال الأوراق المالية فقط ، وأي مجال إضافى يلزم للقيام به الحصول على إذن خاص من الهيئة العامة لسوق المال . وذلك حتى لايهمل مصلحة أصحاب وثائق الاستثمار بما قد يؤدى إلى تكرار كارثة المودعين في شركات تلقى الأموال .

من أجل ذلك وضعت اللائحة قيوداً معينة يجب على مدير الاستثمار مراعاتها عند تكوين محفظة الأوراق المالية للصندوق ، وقواعد أخرى تتعلق بادارة هذه المحفظة .. ولذلك أوجب أن تكون إستثمارات الصندوق فى الحدود الآتية : (١) ألا تزيد نسبة مايستثمره فى شراء أوراق مالية لشركة واحدة على (١٠٪) من أموال الصندوق وبما يجاوز (١٥٪) من أوراق تلك الشركة . (٢) ألا تزيد نسبة مايستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخري على (١٠٪) من أمواله وبما لايجوز ٥٪ من أموال كل صندوق مستثمر فيه . وهدف المشرع من ذلك هو عدم الانحراف بالصندوق عن الغرض المحدد له فيتحول إلى وسيلة للسيطرة علي الشركات بدلا من أن يكون وسيلة للاستثمار كما أراده المشرع .

ولتحقيق إنتظام مدير الاستثمار وضمان القيام بمهمته نحو الهدف الذى وضعه المشرع لهذه الصناديق ، خول المشرع للهيئة العامة لسوق المال سلطة الرقابة على مدير الاستثمار إبتداءً من إبرام عقد إدارة نشاط الصندوق

وضـرورة إخطارها بصـورة منه لكي تتـحـقق من إتفـاقـه مع أحكام القـانون والقرارات الصادرة تنفيذا له .

وزيادة فى إحكام الرقـابة على مـدير الاستـمـثـار فـقد حددت اللائحـة التنفيـذية عدد من الأعمـال والتصرفـات التي يحظر عليـه القيـام بهـا . هذا بالاضـافـة إلى وضع معـيـار عـام يحدد درجة العناية التي يجب على مـدير الاستثمار أن يبذلها فى إدارة نشاط الصندوق ، وهى عناية الرجل الحريص. كما قرر بطلان كل شرط يعفى مدير الاستثمار من المسئولية أو يخفف منها. وهذا بلاشك يقيم توازنا بين سلطات مدير الاستـثـمار ، وخطورة الدور الذى يقوم به على الحياة الاقـتـصادية والاجتماعيـة فى الدولة ، وبين مسئوليتـه القـانونيـة فى حـالة عدم القيـام بهذا الدور على النحو المـرسوم أو فى حـالة إنحرافه بالصندوق عن الغرض الذى وجد من أجله .

٣ - ورغم مـاوضعتـه اللائحة التنفيـذية من أحكام إلا أنه ينبـغى أن يكون تنظيم المـركـز القـانوني لمـدير الاسـتـثـمـار بمـوجب نصـوص واردة فى القانون ولا يكفى أن يضع المشرع مبدأ إلزام صندوق الاستـثـمار بأن يعـهد بإدارة نشـاطه إلى جهـة متـخصـصة ثم يتـرك للائحة التنفيـذية وضع جمـيع القـواعـد المـتـعلقة بمدير الاسـتـثمـار ، لأن هذه المـهـمـة تخرج عن نطاق إختصاص اللائحة ، حيث أنها يجب ألا تتضمن سوى القواعد ذات الصبغة الاجرائيـة التي تتعلق بتنفيذ القـانون ، ولا يترك لها المجال كـامـلا لتضع قواعد موضوعية على درجة كبيرة من الأهمية ، كان من الواجب أن تتضمنها نصوص التشريع ، لأن فى ذلك ضمان استقرار هذه القواعد وعدم خضوعها للتغيير تبعـا لتغير الاتجاهات السياسية للوزير المختص بوضع اللائحة . كمـا أن تدخل اللائحـة فى هذا المجـال وبهذه الكيـفيـة يضع شـك كـبـير

حوى مدى مشروعية القواعد التي تضعها وتمثل إضافة إلى القانون الذى وضعت من أجل تنفيذ أحكامه ، دون أن يكون لها سلطة التعديل أو التعطيل أو الإلغاء لقواعد القانون . ويذهب جانب كبير من الفقه إلي إعتبار إضافة حكم موضوعى جديد فى اللائحة يعد تعديلا للقانون لا تملكه اللائحة باعتبارها أدنى مرتبة منه .

هذا بالاضافة إلي أن اللائحة قد تركت موضوعات مهمة جدا وعلى قدر كبير من الخطورة ولم تضع لها قواعد تنظمها ، وقد كانت تقتضى وجود نصوص تشريعية . ومن ذلك مثلا الشروط الواجب توافرها فى الجهة الأجنبية التي تمارس نشاط مدير الاستثمار فى مصر ، فلم يحدد القانون هذه الشروط ولم تضعها اللائحة وإنما تركتها لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال . وهذا أمر فى غاية الخطورة ، وكان من الواجب أن تُعرض هذه الشروط على المشرع لكي يراقب هذه الشروط ويحددها بما يحمى سوق المال المصرى ، وبما يضمن عدم سيطرة هؤلاء على نشاط صناديق الاستثمار فى مصر . ويزداد الأمر غرابة إذا علمنا أن المشرع لم ينظم وسيلة لنشر القرارات التي يصدرها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال حتى فى المسائل ذات الصبغة النظامية التي تمس جمهور المتعاملين فى سوق المال وكان من المفروض أن تتضمنها اللائحة التنفيذية على الأقل ، إن لم يكن من الأفضل أن تنظم تشريعيا .

وكذلك إشترط المشرع أن يحتفظ صندوق الاستثمار بالأوراق المالية التى يستثمر أمواله فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لاشراف البنك المركزى المصرى على ألا يكون هذا البنك مالكا أو مساهما في الشركة المالكة

للصندوق ، أو الشركة التي تتولى إدارة نشاطه ، وعلى أن يقدم الصندوق إلى الهيئة العامة لسوق المال بيانا عن تلك الأوراق معتمدا من البنك ، ورغم هذه الشروط التي تضمن استقلال البنك عن شركة الصندوق ومدير الاستثمار إلا أن المشرع لم يحدد الدور الذى يقوم به هذا البنك المودع لديه ، ولم تهتم اللائحة التنفيذية بذلك ، وإنما اكتفت بأن إلزمت طرفى عقد إدارة نشاط الصندوق أن يوضحا فى العقد بيان علاقة مدير الاستثمار بالبنك المودع لديه الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق فيها أمواله وذلك فيما يتعلق بهذه الأوراق . هذا على الرغم من أن وظيفة البنك المودع لديه يمكن أن تحقق فائدة كبيرة فى حماية مصلحة المدخرين أصحاب وثائق الاستثمار وذلك عن طريق منح البنك سلطة الرقابة علي مدير الاستثمار فيما يتعلق بتدوير الأوراق المالية التي تتكون منها محفظة الصندوق لضمان أنها تتم بناء على عمليات حقيقية لمصلحة الصندوق وليس لمصلحة مدير الاستثمار .

٤ - ومن أجل تلافى كل ذلك وإستكمال النقص الذى تسبب فيه الاسراع بإصدار القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ينبغى إعادة النظر فيه مرة أخرى ، مع التأكيد على ضرورة أن يتضمن جميع القواعد المتعلقة بسوق المال والعاملين فيه ولا يترك للائحة التنفيذية سوى وضع القواعد ذات الصبغة الاجرائية التي خُصصت لها وليس من الملائم وضعها فى التشريع لحاجتها إلى التغيير والتعديل دون اللجوء إلى إجراءات تعديل التشريع.

مراجع البحث

أولاً : المراجع باللغة العربية

د/ أبو زيد رضوان :

الشركات التجارية ، الجزء الأول ، دار الفكر العربى ، القاهرة ١٩٨٨

د/ أبو زيد رضوان ، د/ رضا السيد عبدالحميد

القانون التجاري ، عمليات البنوك ، ١٩٩٢ - ١٩٩٣، بدون ناشر

د/ أحمد شوقى عبدالرحمن

مدى سلطة الموكلة فى انهاء عقد الوكالة بالارادة المنفردة ، ١٩٨١ بدون ناشر.

د/ ثروت على عبدالرحيم :

القانون التجارى المصرى ، الجزء الأول ، الطبعة الثانية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٩٥.

د/ حسن حسنى

عقود الخدمات المصرفية ، القاهرة ١٩٨٦ ، دون ناشر

د/ حسنى المصرى

* صناديق الاستثمار المشترك فى القانون الكويتى والقانون المقران ، مطبوعات جامعة الكويت ، ١٩٩٥.

* شركات الاستثمار ، دار النهضة العربية ، القاهرة ١٩٨١

* عمليات البنوك فى القانون الكويتى ، مؤسسة دار الكتب ، الكويت ، الطبعة الأولى ، ١٩٩٣ - ١٩٩٤.

د/ زكى زكى الشعراوى

جنسية الشركات التجارية (شركات المساهمة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٨٩

د/ رمضان أبو السعود

الوسيط في شرح مقدمة القانون المدنى ، الطبعة الثانية ١٩٨١ – بدون ناشر

د/ سعد عصفور ، د/ محسن خليل

القضاء الادارى ، منشأة المعارف بالاسكندرية ، بدون سنة طبع

د/ سعيد محمد سيف النصر حسانين

دور البنوك فى استثمار أموال العملاء ، رسالة من جامعة عين شمس ،١٩٩٣ .

د/ سمير عبدالسيد تناغو

النظرية العامة للقانون ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ١٩٧٤.

د/ سميحة القليوبى

* الشركات التجارية ، الجزء الثانى ، الطبعة الثانية ١٩٩٣ ، دار النهضة العربية ، القاهرة .

* الأسس القانونية لعمليات البنوك ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٩٢

د/ عبدالباسط وفاء محمد حسن

بورصة الأوراق المالية ودورها فى تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٤١٧هـ - ١٩٩٦م.

د/ عبدالرزاق السنهورى

الوسيط فى شرح القانون المدنى ، الجزء السابع ، المجلد الأول ، دار النهضة العربية القاهرة ١٩٨٩ ، تنقيح المستشار مصطفى محمد الفقى .

د/ عبدالرحمن السيد قرمان

الجوانب القانونية لعمليات البنوك ، دار النهضة العربية ، القاهرة ١٩٩٧.

د/ عطية فياض

سوق الأوراق المالية فى ميزان الفقه الاسلامى ، الطبعة الأولى ١٩٩٨ ، دار النشر للجامعات المصرية ، القاهرة .

د/ على البارودى

العقود وعمليات البنوك التجارية ، منشأة المعارف، الاسكندرية ، بدون سنة طبع .

د/ علي جمال الدين عوض

عمليات البنوك من الوجهة القانونية ، طبعة ١٩٨٩ بدون ناشر

د/ علي حسن يونس

الشركات التجارية ، (٢) ، دار الفكر العربى ، القاهرة ، بدون سنة طبع .

د/ كمال محمد أبو سريع

الشركات التجارية فى القانون التجارى ، الجزء الأول ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٤٠٤هـ - ١٩٨٤م

د/ محمد عثمان اسماعيل حميد

أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال ، دار النهضة العربية ، القاهرة ١٩٩٣

د/ محمود سمير الشرقاوى

القانون التجارى ، الجزء الأول ، دار النهضة العربية ، القاهرة ١٩٨٢.

د/ مصطفى كمال طه

القانون التجارى ، الجزء الأول ، منشأة المعارف ، الاسكندرية، ١٩٨٤.

د/ محى الدين اسماعيل علم الدين

موسوعة أعمال البنوك من الناحيتين القانونية والعملية ، طبعة ١٩٩٣ ، بدون ناشر

د/ منى قاسم

صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ١٩٩٤ .

د/ منير ابراهيم هندى

إدارة المنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ١٩٩٤.

ثانيا المراجع باللغة الفرنسية

CAUSSE Herve , MENDEl cedric

sociétés de hourse , responsabilité , Juris-classeurs commercial , fasc. 326, 1995.

CHARTIER yves

les nouveaux fonds communs de placement . J. C. P. , ed . G. . 1980 , Doct., 3001.

CREDOT F. J. , BOUTEILLER p.

la résponsabilité des banques en matière de conservation . de gestion et de placement de valleur mobilières , revue Banque No 484 - juin 1988.

LEBORGNE anne

responsabilité civile et operations sur le marche boursier. rev . ter. dr. com. 1995 , p. 261.

BEZARD peirre

fons communs de placement . encyc. Dalloz ,tom.III.

RIVES - LANGE J. L., CONTAMIVE- Raynaud m.

droit hancaire, 6e edition, Dalloz , 1995.

STORCK M.

contrat de gestion de porteffeuille , Juris - classeurs , 1990 , banque et credit , fasc. 2210.

VIANDIER alain

Les nouveaux fonds communs de placement , Rev. soc. 1980, p. 241.

الفهرس

الفصل الثالث

مسئولية مدير الاستثمار وانتهاء

رقم الايداع
٩٩/٣٩٦٠
الرقم الدولى
I. S. B. N.
977 - 04 - 2575 - 3